



GÖTEBORGS UNIVERSITET  
HANDELSHÖGSKOLAN

---

**Analytikers värdering av Goodwill**  
- En kvalitativ studie av goodwillens betydelse vid företagsvärdering-

---

**Magisteruppsats**  
**Redovisning/ Finans**  
Höstterminen 2011

**Handledare**  
Gunnar Rimmel

**Författare**  
Marcus Blom  
Ludwig Fredriksson

<b>ABSTRACT .....</b>	<b>4#</b>
<b>FÖRORD.....</b>	<b>5#</b>
<b>1# INLEDNING.....</b>	<b>6#</b>
1.1# BAKGRUND .....	6#
1.2# PROBLEMDISKUSSION .....	7#
1.3# FRÅGESTÄLLNINGAR .....	9#
1.4# SYFTE & AVGRÄNSNING .....	9#
1.5# DISPOSITION .....	10#
<b>2# REFERENSRAM.....</b>	<b>11#</b>
2.1# DEFINITION AV GOODWILL.....	11#
2.2# IASB.....	11#
2.3# IAS 38, IMMATERIELLA TILLGÅNGAR.....	12#
2.3.1#Värdering av immateriella tillgångar .....	13#
2.3.2#Redovisning av immateriella tillgångar .....	14#
2.3.3#Värderingsmetoder.....	14#
2.3.4#Matrix mellan värderingsmetoder.....	15#
2.4# DISCOUNTED CASH FLOW (DCF).....	15#
2.5# RELATIVVÄRDERING.....	15#
2.6# IFRS 3, RÖRELSEFÖRVÄRV .....	15#
2.7# IAS 36, NEDSKRIVNINGAR.....	16#
2.7.1#Nedskrivningsbehov .....	17#
2.7.2#Räkneexempel, IAS 36 Nedskrivningar .....	18#
2.7.3#Nedskrivningsprövning.....	18#
2.7.4#Upplysningskrav.....	19#
<b>3# METOD .....</b>	<b>21#</b>
3.1# VAL AV METOD .....	21#
3.2# INDUKTIV ANSATS.....	21#
3.3# URVAL OCH VAL AV RESPONDENTER .....	22#
3.4# PRIMÄRDATA OCH SEKUNDÄRDATA.....	22#
3.4.1#Tillvägagångssätt vid intervjuer.....	23#
3.5# VAL AV INTERVJUFRÅGOR .....	23#
3.6# VALIDITET OCH RELIABILITET.....	23#
<b>4# EMPIRI.....</b>	<b>25#</b>
4.1# VÄRDERINGSMODELLER .....	25#
4.2# ANTAGANDEN VID VÄRDERING .....	26#
4.3# INVESTERINGAR.....	27#
4.4# GOODWILL.....	28#
<b>5# ANALYS .....</b>	<b>32#</b>
5.1# VÄRDERINGSMODELLER .....	32#
5.2# ANTAGANDEN VID VÄRDERING.....	32#
5.3 INVESTERINGAR.....	34#
5.3# GOODWILL .....	34#
5.3.1#Hur beaktas goodwillposten vid värdering av bolag?.....	34#
5.3.2#Föreligger det begränsningar vid värderingen av goodwill? .....	37#
<b>6# SLUTSATS .....</b>	<b>39#</b>
6.1# FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING .....	39#
<b>7# KÄLLFÖRTECKNING .....</b>	<b>40#</b>
7.1# TRYCKTA KÄLLOR .....	40#
7.2# ELEKTRONISKA KÄLLOR .....	42#
7.3# INTERVJUER .....	42#
<b>8# BILAGOR.....</b>	<b>44#</b>

8.1# INTERVJUFRÅGOR .....	44#
8.2# URVAL ANALYTIKER.....	45#

## Abstract

**Författare:** Marcus Blom och Ludvig Fredriksson

**Handledare:** Gunnar Rimmel

**Titel:** Analytikens värdering av Goodwill, *“En kvalitativ studie av goodwillens betydelse vid företagsvärdering”*

Time has passed since the new standards regarding goodwill were introduced. During the period that occurred pre the financial crisis several companies managed to create great goodwill assets on their balance sheet. These assets were highlighted during the financial crisis and the aim of this study is to evaluate analysts contemporary consideration of these assets. The study will be of interest due to the fact that we now find ourselves in-between periods, post financial crisis and pre euro crisis. Our empirical study has been carried out by interviewing analysts covering IT-companies traded on the Swedish stock exchange.

Our analysts were chosen with consideration to the fact that they were covering companies where acquisitions are common. The empirical study is presented and compared to previous relevant studies concerning goodwill. We find in our study that analysts seem to ignore the goodwill in great extent when valuating companies. Furthermore we find in our study that there seem to exist information asymmetry between management of companies and the analysts covering them.

## Förord

Vi vill tacka vår handledare Gunnar Rimmel för ett gott stöd genom hela processen och den goda dialogen. Vidare vill vi också tacka dem respondenter som ställt upp och svarat på våra frågor. Detta professionella samarbete har möjliggjort framtagandet av denna uppsats.

Göteborg, Januari 2012

Marcus Blom  
Marcus.a.blom@gmail.com

Ludwig Fredriksson  
ludwig.fredriksson@gmail.com

# 1 Inledning

---

*Detta kapitel syftar till att introducera läsaren i det aktuella ämnet genom beskrivning av goodwillens uppkomst. Vidare presenteras den problematik som är kopplad mot goodwillposten, vilken också utgör grunden i uppsatsens syfte och frågeställning. Kapitlet avslutas med avgränsning och disposition.*

---

## 1.1 Bakgrund

Under högkonjunkturer är investeringsviljan och investeringsfrekvensen som högst bland bolag. Vad vi upplever nu i efterdyningarna av finanskrisen är att flertalet bolag får lida för sina tidigare tagna investeringar.

Som vanligt under en hausse marknad så byggs det upp stora värden på bolags balansräkningar som blir ifrågasatta när konjunkturen senare viker. Några som var hårdast drabbade av det här scenariot var bankerna. Den största anledningen till att svenska banker drabbades berodde på exponeringen mot Baltikum och de miljardinvesteringar de hade tagit i de tillväxtregionerna.<sup>1</sup>

Den oberoende finansanalytikern Peter Malmqvist kritiserade bland annat Swedbank hårt för deras hantering av goodwillredovisningen. Hans konstaterande var att det aldrig tidigare förekommit ett fall där tillgångar varit så högt övervärderade.<sup>2</sup>

Ernst & Young presenterade 2009 en artikel kring riskerna med höga goodwill tillgångar. Omkring hälften av värdet på förvärvade bolag består av goodwill, vilket går att jämföra med identifierbara immateriella tillgångar som endast består av drygt en femtedel. Dessutom ökar risken markant för nedskrivningbehov i samband med att marknaden är allt mer ostabil. Den främsta risken med dessa eventuella övervärden är känsligheten för värde-fluktuationer, vilket kommer påverka bolagens förtroende negativt. Konsekvenserna för många bolag kan medföra svårigheter i att försvara det höga goodwill talen, vilket vid en omskakning av den finansiella sektorn leder till mycket sämre resultat till följd av kraftiga nedskrivningar.<sup>3</sup>

Bakgrunden till den nutida diskussionen kring nedskrivningar av goodwill är att International Financial Reporting Standards (IFRS) trädde i kraft 2005. Sedan 1 januari 2005 ska samtliga noterade bolag i EU upprätta sina koncernredovisningar enligt internationella redovisningsstandarder.<sup>4</sup> Det innebär att de noterade bolagen är skyldiga att tillämpa de internationella redovisningsrekommendationerna IAS och IFRS. Dessa rekommendationer är fastställda och utgivna av International Accounting Standards Board, IASB.<sup>5</sup> Främsta syftet med de nya standarderna är att öka harmoniseringen på redovisningsområdet samt mellan länder. För bolag med goodwillposter innebar detta att de skall redovisa enligt IFRS 3 *Rörelseförvärv*, IAS 38 *Immateriella tillgångar*, IAS 36 *Nedskrivningar*.<sup>6</sup>

Det var IFRS 3 som påverkade hanteringen av goodwill mest. Införandet har bland annat fått till följd att bolagens immateriella tillgångar inte längre skrivs av löpande,

---

<sup>1</sup> Artikel 1

<sup>2</sup> Artikel 2

<sup>3</sup> Artikel 4

<sup>4</sup> Thorell (2004)

<sup>5</sup> IFRS (2011)

<sup>6</sup> Marton J, Lumsden M, Pettersson AK, Rimmel G, Lundqvist P (2010)

utan en prövning genomförs för att identifiera ett eventuellt behov av nedskrivning. Samma år som IFRS 3 infördes i Sverige genomförde revisionsbolaget Deloitte en undersökning med utgångspunkt på bolagsförvärv i svenska börsnoterade koncerner. Undersökningens syfte var att analysera fördelningen av anskaffningsvärdet. Resultatet tydliggjorde den höga andelen immateriella tillgångar, vilken utgjorde 75 procent av köpeskillingen varav 52 procent goodwill.<sup>7</sup>

Med så betydande andelar goodwill förutsätts att de nedskrivningsprövningar som IFRS 3 kräver sker på en frekvent basis med hög kvalitet. Likväl är mycket frågor kopplade till denna process. Dels fordras mycket kunskaper kring regelverket men också själva värderingen för att prövningen skall uppnå önskad effekt.<sup>8</sup>

Hos nätbaserade banken Avanza, uppmanar en analytiker till stor försiktighet rörande bolag med stora andelar goodwill. Han menar att dessa poster bör tas med en stor ”nypa salt” och hänvisar främst till de subjektiva bedömningarna som ligger till grund för dess värden. Det vill säga att bolagen gör samma jobb som analytiker och kapitalförvaltare då de försöker uppskatta bolagens värde. Då de nya IFRS-reglerna saknar mallar eller tillvägagångssätt i dessa antaganden är det således upp till ledningen och revisorerna att bedöma de framtida värdena som man tror goodwillposten kommer att generera.<sup>9</sup>

Ett exempel som tydliggör denna situation är fallet med Eniro, där den nytillträdde VD:n tvingades skriva ner 4,3 miljarder kronor av Enrios goodwillpost, som till största delen tillhörde Findexa köpet från 2005. Tidigare hade goodwillposten legat på knappt 14 miljarder kronor och att ett bolag som Eniro plötsligt raderar en tredjedel av sina tillgångar är förödande för bolagets redovisning. Till detta faktum kommer också att ledningen och revisorerna godkänt bolagets årsredovisning ett halvår tidigare.<sup>10</sup>

## 1.2 Problemdiskussion

***”Mediekoncernen MTG:s vd Hans-Holger Albrecht tvingas göra goodwillnedskrivningar som härrör till koncernens bulgariska tv-tillgångar för 3,2 miljarder kronor i det fjärde kvartalet. Aktien faller”.*<sup>11</sup>**

Tidigare studier inom nedskrivning av goodwill vittnar om scenariot ovan om MTG. Nedskrivningar är relevanta vid värdering och de har en negativ inverkan på aktiekursen.<sup>12</sup> Hirschey, M och V.J. Richardson. kommer fram till att information om nedskrivning av goodwill har påtaglig negativ effekt. Deras undersökning visar på att aktiepriset sjunker med mellan minus 2 till minus 3 procent efter att ett nedskrivningsbehov annonserats. Vidare visar de på att året som kommer före ett kungörande om en nedskrivning har en negativ effekt om minus 40 procent och året som efterföljer nedskrivningen visar på en negativ effekt om minus 11 procent. Det

---

<sup>7</sup> Deloitte (2006)

<sup>8</sup> Seetherman, A, Sreenivasan, J, Sudha R, Yee T.Y (2006)

<sup>9</sup> Artikel 1

<sup>10</sup> Artikel 2

<sup>11</sup> Artikel 3

<sup>12</sup> Bartov, E., Lindahl, F. W., Ricks, W. E. (1998)

som deras forskning visar på är att investerare förutspår nedskrivningar samtidigt som de visar på en underreaktion till själva kungörelsen av nedskrivningen.<sup>13</sup>

Hayn and Hughes skriver att goodwill är en värdefull ekonomisk resurs och att tillskriva goodwill posten ett korrekt värde är väsentligt för att bestämma säkerheten i ett bolags framtida kassaflöden. Vidare framför författarna att möjligheten till att göra en korrekt utvärdering av goodwill är begränsat på grund av att en särskiljning i de finansiella rapporterna av det enskilda förvärvet inte genomförs.<sup>14</sup> Vikten av att värdera goodwill korrekt med hänsyn tagen till ett bolags intjäningsförmåga visar även Elliot et al. på.<sup>15</sup> Författarna drar slutsatsen att analytiker sänker resultatprognosen för bolag efter att det har tillkännagetts att goodwill kommer att skrivas ner.<sup>16</sup>

Ovan nämnda studier antyder att goodwill är en väsentlig post att beakta samt att nedskrivning av posten har en negativ påverkan på ett bolags aktiekurs samtidigt visar annan forskning på att analytiker inte beaktar goodwill. Jennings et al hävdar att när analytiker gör uppskattningar av ett bolags framtida resultat så kan nedskrivningar av goodwill bäst betraktas som en störelsepost (source of noise).<sup>17</sup> Nordström, U., and Suarez, M.:s forskning strider också mot att goodwill posten skulle vara av stort intresse. Analytikerna i deras undersökning påstår att goodwillposten är en icke kassagenererande post och att den därav inte påverkar värderingen av bolag. Författarnas slutsats är att analytiker fäster liten vikt vid goodwillposten. För oss är det anmärkningsvärt att något som tydligt har en stark påverkan på aktiekursen hos bolag exkluderas ur analysen<sup>18</sup>.

Införandet av IFRS och den årliga nedskrivningsprövningen som nu måste äga rum har och kommer framgent innebära svårigheter för analytiker vid bedömningen om och när den kommer att ske samt även med hur mycket goodwillen kommer att skrivas ned. Förvärv kommer i mer eller mindre utsträckning alltid vara en tillväxtfaktor i de flesta bolag och vi anser därför att det är intressant att ytterligare utreda goodwill och dess implikationer.

Det vi ämnar undersöka är hur analytiker ser på goodwill posten och om deras inställning till värdet på posten. Anledningen till att området är intressant att bevaka i nuläget är att viss tid har fortlöpt sedan implementeringen av de nya standarderna samt att vi nu befinner oss post-finanskrisen men pre-eurokrisen. Vi anser att analytikerna gör det lätt för sig när de påstår att goodwill endast är en redovisningsteknisk åtgärd och att det inte är relevant vid en kassaflödesvärdering. Orostiden som inträffade som efterspelet till finanskrisen måste ha inneburit att analytiker inför randen till en ny kris är på sin vakt.

---

<sup>13</sup> Hirschey, M., and V.J. Richardson. (2002)

<sup>14</sup> Hayn and Hughes (2006)

<sup>15</sup> Elliot J och Shaw W. (1988)

<sup>16</sup> Hayn and Hughes (2006)

<sup>17</sup> R Jennings, M LeClere, and R.B. Thompson (2001)

<sup>18</sup> Nordström, U., and Suarez, M. (2007)



### 1.3 Frågeställningar

Mot bakgrund av ovan anförda argumentation så ämnar vi undersöka och besvara vår första fråga:

- **Hur beaktas goodwillposten vid värdering av bolag?**

*I problemformuleringen framställs att goodwillnedskrivningar har en negativ påverkan på aktiekursen samtidigt visar annan forskning på att analytiker i viss mån bortser från goodwillposten. Vi anser att det verkar som om det föranligger viss problematik som gör att analytiker inte på ett korrekt sätt kan utvärdera goodwillposten vilket gör att vi formulerar vår andra frågeställning enligt följande:*

- **Föranligger det begränsningar vid värderingen av goodwill?**

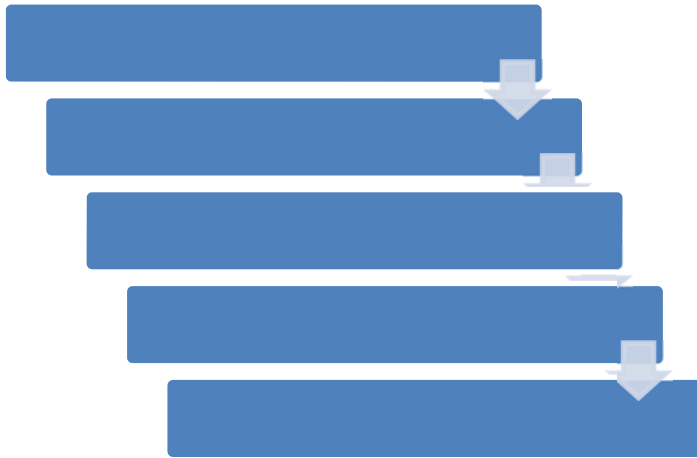
### 1.4 Syfte & Avgränsning

Uppsatsens syfte är gå på djupet med goodwillposten och undersöka varför analytiker verkar negligera posten i sina analyser av bolag. Det torde stå intressant att få en djupare insikt i hur analytiker resonerar kring goodwillen då det står tydligt att det föreligger ett matchningsfel mellan reaktionen av goodwillnedskrivningar och möjligheten att analysera posten. Vår ansats med uppsatsen är att utreda vad för sorts faktorer som påverkar bedömningen av goodwill. Undersökningen är tänkt att få en insyn i analytikernas vardag för att se om det föreligger några direkta problem och begränsningar relaterat till goodwill posten. Vidare ämnar vi utifrån frågeställningarna ovan presentera relevanta och tillförlitliga slutsatser som kan användas i vidare forskning kring hanteringen av goodwillposten i balansräkningen.

Undersökningen är inte tänkt att gå på djupet kring de standards som finns hänförliga till goodwill. Inte heller vad gäller värderingsmetoder, vilka enbart beskrivs överskådligt för läsaren. Vad gäller exempelvis finansiella värderingsmultiplar som P/E eller ES/V tal, så berörs inte detta heller. Då det inte existerar några konkreta modeller för att bedöma posten vill vi undersöka ingående hur analytiker bygger upp sina modeller för att inte bli överraskade av en nedskrivning. Vi ämnar vidare inte jämföra över perioder då vi anser att det är intressant att beakta goodwill oavsett marknadsklimat och alltså ville vi medvetet inte leda in analytikerna i att jämföra vikten från en tid till en annan. Hur rådande marknadsförutsättningar är förväntar vi oss att analytikerna har i beaktning när de har blivit tillfrågade.

## 1.5 Disposition

Dem nästkommande delarna av uppsatsen presenteras enligt följande:



### 2. Referensram

Här beskrivs relevanta standarder i samband med bolagsvärdering och uppkomsten av goodwill. Dessutom läggs fokus på tidigare forskning i ämnet samt aktuella diskussioner från olika tidsskrifter rörande rörelseförvärv och värdet på goodwillposterna.

### 3. Metod

Detta kapitel beskriver uppsatsens ansatts, intervjupersoner, intervjufrågor samt tillförlitligheten i undersökningen.

### 4. Empiri

Under empiri avsnittet så kommer de intervjuer som genomförts med analytiker att presenteras. Avsnittet kommer att återge intervjuerna i sin helhet för att inte utelämna någon information samt för att säkerhetsställa att författarna inte gör egna bedömningar vid återgivandet av den empiriska studien.

### 5. Analys

Här analyseras informationen från referensramen samman med resultatet från den empiriska undersökningen utifrån problemdiskussion, ställda frågeställningar och syfte.

### 6. Slutsats

Här presenteras slutligen resultatet av undersökningen och svar ges på ställda frågeställningar. Det ges också förslag till vidare forskning.

## 2 Referensram

*Referensramen syftar till förmedla en teoretisk bakgrund samt tydliggöra relevant forskning på området. Kapitlet inleds med en definition av begreppet goodwill, vilket är grunden för undersökningen. Detta följs av presentation av relevanta redovisningsstandarder som hanterar goodwillen vid rörelseförvärv. I kapitlet kommer relevanta artiklar samt tidigare forskning att lyftas in löpande för att öka djupet och kvalitén.*

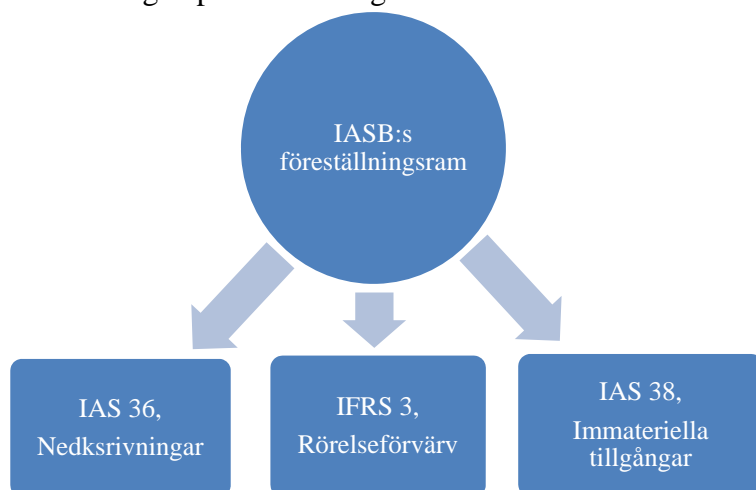
### 2.1 Definition av goodwill

Utgångspunkten för begreppet goodwill är att den klassificeras som en immateriell tillgång. Goodwill definieras som den delen av anskaffningsvärdet som överstiger det verkliga värdet av det förvärvade objektets identifierbara nettotillgångar. Goodwill som uppstår i samband med förvärv anses vara betalning för framtida ekonomiska fördelar, vilka inte kan identifieras eller redovisas separat.<sup>19</sup>

### 2.2 IASB

Hur goodwill posten påverkar värdering av bolag förekommer både i förbindelse med ett eventuellt rörelseförvärv men också löpande på årsbasis.<sup>20</sup> Hanteringen av detta värde styrs av tre grundläggande standarder; IFRS 3 *Rörelseförvärv*, IAS 38 *Immateriella tillgångar* och IAS 36 *Nedskrivningar*.<sup>21</sup>

Framtagandet av dessa standarder sker i organisationen IASB, International Accounting Standards Board, vilket är en oberoende europeiska stiftelse som är verksam med utfärdande av redovisningsstandarder. Stiftelsens huvudsakliga syfte är att skapa enhetliga standarder för tillämpning i olika länder och konkret öka harmoniseringen på redovisningsområdet.<sup>22</sup>



<sup>19</sup> IFRS 3 – Rörelseförvärv, Farakademin(2010) Fars Samlingsvolym

<sup>20</sup> Marton et al.(2010)

<sup>21</sup> IFRS, Farakademin(2010) Fars Samlingsvolym

<sup>22</sup> Smith, D (2006)

Dessa standarder är så kallade principstandarder och utgår från antagen föreställningsram för finansiell rapportering. Föreställningsramen publicerades 1989 av föregångaren till IASB, IASC, vilket var det första organet att agera för ökad harmonisering på redovisningsområdet. På senare år har denna föreställningsram utvecklats ytterligare, men innehåller fortfarande ett antal grundprinciper, vilka fortfarande beaktas vid framtagning av nya standarder.<sup>23</sup>

Denna principbaserade normgivning ger förhållandevis lite vägledning för praktiskt användande av standarderna, utan istället tillåts de redovisande företagen inom ramen för redovisningens principer genomföra professionella bedömningar.<sup>24</sup>

Grundprinciperna i föreställningsramen utgår från fyra kvalitetskrav, relevans, förståelse, tillförlitlighet och jämförbarhet. Med relevans menas enkelt att rapporterna som företagen producerar skall kunna användas för beslutsfattning. För att redovisningen skall vara relevant krävs att den är användarvänlig. Tillförlitlighet delas upp med begreppet reliabilitet, och uppnås genom kriterierna validitet och verifierbarhet. Det sistnämnda kravet är jämförbarhet och inkluderar både jämförbarhet mellan företag och över tid. Innebörden av detta krav är att lika händelser och tillstånd också redovisas på samma sätt vilket torde vara en självklar förutsättning så att en analytiker kan genomföra en korrekt värdering av två olika bolag utifrån en årsredovisning.<sup>25</sup>

I en undersökning av Nordström et al, framkom att goodwillposten i årsredovisningarna var fullt begriplig för analytiker, vilket ligger i linje med föreställningsramens syfte.<sup>26</sup> Dock bortser analytiker från denna post, då upplägget genom de nya redovisningsreglerna medför att detta i större utsträckning handlar om redovisningsteknik än relevant information för beslut. Detta bekräftas av Lindenberg Eric, Ross Michael P som likt föregående författare drar slutsatsen att en goodwillnedskrivning är en rent redovisningsteknisk åtgärd.<sup>27</sup> Jennings et al påstår att goodwill endast anses som en störande post vid analys av bolag<sup>28</sup>. O Duangploy, M Shelton and K Omer drar slutsatsen att även fast en nedskrivning av goodwill påverkar värdet på balansräkningen i stor utsträckning så är det trots allt icke kassaflödes påverkande<sup>29</sup>. Vidare diskuterar de att just poster som inte påverkar ett bolags kassaflöde inte påverkar en analytiker vid sin värdering av ett bolags aktie.

### **2.3 IAS 38, Immateriella tillgångar**

I samband med att utvecklingen de senaste decennierna övergått i större utsträckning mot kunskapssamhällen har betydelsen av de immateriella tillgångarna ökat markant.<sup>30</sup> En av de främsta frågorna rörande immateriella tillgångar rör behandlingen av dem, då internt upparbetade tillgångar vanligtvis inte redovisas, medan förvärvade tillgångar redovisas. En annan aspekt är att tillgångar normalt sett skrivs av

---

<sup>23</sup> Marton et al. (2010)

<sup>24</sup> Marton et al (2010)

<sup>25</sup> Smith D (2006)

<sup>26</sup> Nordström, U., and Suarez, M. (2007)

<sup>27</sup> Lindenberg Eric, Ross Michael P, (1999)

<sup>28</sup> Jennings et al. (2001)

<sup>29</sup> O Duangploy, M Shelton and K Omer (2005)

<sup>30</sup> Marton et al. (2010)

systematiskt över nyttjandeperioden. För immateriella tillgångar däremot är upplägget annorlunda, i synnerhet för goodwill, vilken testas årligen för nedskrivningsbehov enligt IAS 36.<sup>31</sup>

### 2.3.1 Värdering av immateriella tillgångar

Vid värdering av immateriella tillgångar uppkommer ett större osäkerhetsmoment, nämligen att bedömningen av dess värde är svår att uppskatta i praktiken. Principiellt borde immateriella tillgångar behandlas som materiella, likväl består svårigheten i att uppskatta det framtida ekonomiska värdet som denna tillgång *kan* medföra. En aspekt i detta resonemang rör skillnaden på hur materiella och immateriella tillgångar nyttjas. Maskiner används på liknande sätt oavsett organisation, medan en hantering av ett varumärke är betydligt svårare att definiera.<sup>32</sup>

Problemet kopplat till objektiviteten i immateriella tillgångars värde har medfört att såväl redovisare som finansanalytiker är försiktiga i sina värderingar. Likväl har detta medfört en viss kritik, vilket grundats i synen på samhällsutvecklingen och dem nya aspekter denna medför i en kunskapsbaserad ekonomi. I samband med IT-kraschen 2000-2001 mattades denna kritik av, till följd av höga värden hos dem immateriella tillgångarna. Kontentan är ändå fortfarande att allt fler immateriella tillgångar redovisas i balansräkningen än tidigare. Ett exempel på detta handlar om företag i USA som redovisar egenutvecklade dataprogram samt vissa former av direkt marknadsföring.<sup>33</sup>

Informationsinnehållet rörande goodwill och dess kvalitet är något som författarna Hayn and Hughes samt Wines, G, Dagwell, R & Windsor, C undersöker. Hayn and Hughes diskuterar vikten av balansräkningen samt att en korrekt värdering av tillgångarna är av högsta intresse. Slutsatsen i undersökning rör att den tillgängliga informationen skapar ett problem för att kunna bedöma om och när en goodwillpost skall skrivas ner. Dem hänför sitt resonemang till att utvecklingen av förvärven i årsredovisningen inte är tillgänglig.<sup>34</sup> Wines et al samtycker i detta resonemang samtidigt som dem påpekar att värderingssvårigheterna gällande goodwill handlar om en för stor subjektivitet kopplat mot värderingen.<sup>35</sup>

Vidare anförs att effekten av införandet av IFRS 3 inneburit att fler immateriella tillgångar uppkommit i balansräkningen, vilket för med sig att framtida lönsamhet till större del ligger i ledningens händer och försvårar analyser för investerare.

I tillägg har det studerats att framtida nedskrivningar är svåra att förutspå då de grundas i historisk information om förvärv och nedskrivningar. Dessutom påpekas att nedskrivningar ofta genomförs en period efter att den specifika tillgången sjunkit i värde. Av denna anledning anses det mycket svårt för potentiella investerare att analysera ledningens beslut vid nedskrivningar.<sup>36</sup>

---

<sup>31</sup> Ax, Johansson, Kullven (2009)

<sup>32</sup> Marton et al. (2010)

<sup>33</sup> Marton et al. (2010)

<sup>34</sup> Hayn and Hughes (2006)

<sup>35</sup> Wines, G, Dagwell, R & Windsor, C. (2007)

<sup>36</sup> Hamberg, M, Novak J, Paananen M (2010)

### 2.3.2 Redovisning av immateriella tillgångar

För att en immateriell tillgång skall tas upp i balansräkningen krävs att ett antal kriterier uppfylls. Förutsättningen utgår från ett antal punkter i föreställningsramen samt specifika krav i IAS 38. Den allmänna definitionen på en tillgång är; en resurs som företaget har kontroll över, till följd av en inträffad händelse och som ger ekonomiska fördelar i framtiden. Skall denna tillgång samtidigt vara redovisningar krävs att de ekonomiska fördelarna är sannolika samt att dess värde kan beräknas på ett tillförlitligt sätt. Utöver dessa kriterier är identifierbarheten relevant att inkludera i samband med immateriella tillgångar. Övriga kriterier är förhållandevis *bekymmersfria* och därav inte relevanta att beakta djupare.<sup>37</sup>

Kriteriet på inträffad händelse uppfylls enkelt via antingen ett förvärv av externt företag eller internt uppärbetande. Den tillförlitliga beräkningen kan ske genom flera metoder, men exempelvis att använda anskaffningsvärdet vid förvärvet eller nedlagda utgifter för att arbeta upp en tillgång internt.<sup>38</sup> Problematiken ökar dock då det handlar om kontroll över tillgången, vilket vanligtvis regleras rent juridiskt med avtal. Immateriella tillgångar tar däremot en annan riktning här när det rör exempelvis kundrelationer eller kunnig personal. Definitionen för kontroll beskrivs som att företaget har möjlighet att få de ekonomiska fördelarna som tillgången medför samt begränsa andras möjlighet att nyttja dessa.<sup>39</sup>

Det sistnämnda kriteriet som berörs är identifierbarhet, vilket enligt standarden innebär att tillgången antingen är avskiljbar eller baserad på juridiska rättigheter. Avskiljbar innebär konkret att tillgången kan säljas mellan företag. Att baseras på juridiska rättigheter knyter an till exempelvis, patent, licenser etcetera.<sup>40</sup> Företag som innehar kunnig personal har således ingen möjlighet att redovisa detta som en immateriell tillgång, då kunnig personal inte uppfyller kraven för identifierbarhet.<sup>41</sup>

### 2.3.3 Värderingsmetoder

Precis som för materiella anläggningstillgångar existerar två övergripande metoder för värdering av immateriella tillgångar. De är omvärderingsmetoden och anskaffningsmetoden. En matrix på nästa sida förtydligar detta förhållande ytterligare.<sup>42</sup>

---

<sup>37</sup> IFRS, Farakademin(2010) Fars Samlingsvolym

<sup>38</sup> Smith D. (2006)

<sup>39</sup> IFRS, Farakademin(2010) Fars Samlingsvolym

<sup>40</sup> Marton et al. (2010)

<sup>41</sup> IFRS, Farakademin(2010) Fars Samlingsvolym

<sup>42</sup> Ax et al. (2009)

### 2.3.4 Matrix mellan värderingsmetoder

	Avskrivning	Nedskrivning	Värdeökning
<b>Anskaffningsvärdemetoden</b>	Avskrivningar genomförs, utom för tillgångar med obestämbar nyttjandeperiod	Genomförs alltid när återvinningsvärdet understiger det redovisade värdet.	Får inte avspeglas, med undantag av reversering av tidigare nedskrivning.
<b>Omvärderingsmetoden</b>	Nedskrivning genomförs, omvärderat belopp används som utgångspunkt	Genomförs när verkligt värde understiger redovisat värde.	Avspeglas om verkligt värde överstiger det redovisade värdet.

43

## 2.4 Discounted cash flow (DCF)

Discounted cash flow (DCF) modellen grundar sig i att beakta ett bolags fria kassaflöde. Vid värdering enligt denna modell så sker beräkningar för att bestämma bolagets framtida fria kassaflöde. Detta kassaflöde diskonteras sedan tillbaka till nuvärdet med en diskonteringsfaktor som bestäms av investerarens avkastningskrav. Modellen är mycket tillförlitlig om man har möjlighet att bestämma det fria kassaflödet med stor precision men modellen har även en hel del begränsningar. En DCF modell kräver att dess användare genomför egna estimeringar på både lång och kort sikt gällande tillväxtutveckling, vinstmarginal, investeringsnivå och kapitalbindning. Förutsättningarna ser ofta väldigt olika ut beroende på vilket bolag man värderar. Det sätts därför stora krav på investerare att de kan göra sina antaganden baserat på tillgänglig information och därmed kunna estimerat kassaflödet korrekt.<sup>44</sup>

## 2.5 Relativvärdering

Vid en relativvärdering utgår en investerare från att antagandet att finansmarknaden är fullt effektiv. Det som är av intresse vid en relativvärdering är att jämföra ett bolag med ett annat jämförbart bolag. De parametrar man beaktar vid den här typen av värdering är olika nyckeltal som ger indikationer på om aktien är över eller undervärderad. Exempel på sådana här nyckeltal är *price- earnings ratio* (P/E), *enterprise value/ rörelseresultatet* (EV/EBIT), *return on equity* (ROE) etc.

För att exemplifiera en relativvärdering så kan man se det som då ett bolag värderas till 12 gånger årets vinst (P/E= 12) så skall ett annat jämförbart bolag erhålla samma multipl. Fokus i modellen är på den närliggande tiden och störst krav ställs på att investerare kan utföra en noggrann beräkning på årets vinst. Det ställs därmed stora krav på att det finns tillgänglig information kring vad som händer i närtid<sup>45</sup>.

## 2.6 IFRS 3, Rörelseförvärv

Då ett rörelseförvärv uppstår förekommer ett antal redovisningstekniska frågor, vilket härrör det faktum att samlingen tillgångar och skulder skall värderas till verkligt

<sup>43</sup> Marton et al. (2010)

<sup>44</sup> Jonathan Berk, Peter Demarzo, Pearson (2010)

<sup>45</sup> Jonathan Berk et al. (2010)



värde. Den värdering eller uppskattning innebär svårbedömda parametrar som medför stor påverkan till slutgiltig bolagsvärde.<sup>46</sup> I detta sammanhang anses goodwill tillhöra den svåraste tillgången att hantera, speciellt eftersom den exempelvis utgörs av synergieffekter och en fungerande organisation. Dessutom anger IFRS i sin rekommendation att denna tillgång inte får skrivas av, utan istället skall årlig nedskrivningsprövning ske enligt IAS 36.<sup>47</sup>

Goodwill värdena fördubblades mellan åren 2004 – 2007 då den nya IFRS 3 standarden infördes. Initialt värderas bolag med höga goodwill värden om till ett högre värde då standarden trädde i kraft. En slutsats av hanteringen av eventuella nedskrivningar på goodwill är således att detta sker sent, i efterhand om det ens sker på grund av risken för kursavvikelse då tillgångarna minskar kraftigt. Likväl motsäger andra studier denna teori och framhåller att tillgångar som är starkt kopplade mot lönsamhetsprognoser ofta synas djupare och potentiell informationsasymmetri till aktiemarknaden fångas upp av investerare och analytiker innan ändringen genomförs.<sup>48</sup>

Traditionellt har stora värden ingått i goodwill posten då skillnaden mellan verkligt värde på förvärvad rörelse och bokfört värde för eget kapital i rörelsen ingått. Följden är således att delar av övervärden på tillgångar redovisas som goodwill.<sup>49</sup> IFRS 3 tar däremot en annan utgångspunkt, följaktligen att övervärden om möjligt skall hänföras i större utsträckning till specifika tillgångar och skulder<sup>50</sup>. Utgången för goodwill blir därför residualen, skillnaden mellan köpeskilling och nettovärde. Om däremot specifika tillgångar och skulder identifierats på ett korrekt sätt, framkommer frågan om vad goodwill då består av. Här går IFRS 3 och traditionellt synsätt isär.

Tidigare har goodwill uppfattats som ”vinster för framtiden”, medan IFRS 3 menar att dem ”framtida vinsterna” kan härledas till någon tillgång i rörelsen. Konkret är det således viktigt att synliggöra vilken tillgång det handlar om. I ett working paper rörande införandet av IFRS 3 diskuteras skillnaderna i redovisningen av goodwill, kontentan är att goodwillposten blivit besvärligare att värdera med de nya reglerna då ledningens subjektiva bedömningar ingår i större utsträckning. Detta är ett resultat av IASB:s arbete för en vidare användning av verkligt värde vid icke finansiella tillgångar. Men då tillgångarnas marknadsvärde istället baserats på ledningarnas egna förväntningar om framtida kassaflöden har diskussioner uppkommit om relevansen i standarden.<sup>51</sup>

## 2.7 IAS 36, Nedskrivningar

Enligt IFRS är den grundläggande synen på värderingen av tillgångar att de inte skall redovisas övervärdet för vad framtida kassaflöden kan ge upphov till. IAS 36 hanterar när prövning av nedskrivningsbehov skall genomföras, hur värdet beräknas och hur redovisningen av nedskrivningen går till. I detta avseende ökar problematiken extra

---

<sup>46</sup> Marton et al.(2010)

<sup>47</sup> IFRS, Farakademin(2010) Fars Samlingsvolym

<sup>48</sup> Novak, (2010)

<sup>49</sup> *Skillnad mellan verkligt värde och redovisat värde*

<sup>50</sup> IFRS, Farakademin(2010) Fars Samlingsvolym

<sup>51</sup> Hamberg et al. (2010)



vid hanteringen av goodwill, då det är mycket komplicerat att koppla denna tillgång till ett specifikt kassaflöde.<sup>52</sup>

Situationer som aktualiserar nedskrivningsbehovet särskilt mycket är under lågkonjunkturer, då värdet på tillgången är svårt att motivera således kan omfattningen på nedskrivningen bli mycket stor. Följden blir därför att resultatet mellan perioderna påverkas, denna situation är än mer påtaglig för bolag med hög andel goodwill, vilka måste inneha en stark finansiell position för att kunna hantera nedskrivningarna.<sup>53</sup>

De två konsulterna Björn Gauffin och Anders Thörnsten som är verksamma hos redovisningsbyrån Grant Thornton har studerat de svenska börsbolagens redovisning av goodwill under 2009.<sup>54</sup> Studien visar att börsbolagens goodwillvärden mellan åren 2008 och 2009 är nästintill identiska. Detta grundas förmodligen i minskat antal förvärv till följd av finanskrisen tillsammans med låga nedskrivningar. 2009 genomförde 40 bolag nedskrivningar om totalt 11,9 miljarder, vilket ungefär motsvarar 1,9 procent av företagens totala goodwillposter. Denna siffra är enligt författarna anmärkningsvärt låg.<sup>55</sup>

Som exempel omnämns här en situation i Baltikum mellan storbankerna Swedbank och SEB samt deras bedömningar om framtiden. Här har de använts skilda räntor och prognosperioder, vilket resulterat i två versioner om framtiden för Baltikum. Just detta exempel omnämns även i en artikel från en analytiker på Avanzabank. Slutsatsen från Gauffin och Thörnsten i just detta ärende var att skillnaderna var uppenbara, likväl måste antagandena bli mer utförliga för användarna av årsredovisningen så att det är möjligt att skapa sig en likvärdig uppfattning utifrån årsredovisningarna.<sup>56</sup>

### 2.7.1 Nedskrivningsbehov

Alla immateriella tillgångar med obestämd nyttjandeperiod samt immateriella tillgångar, vilka inte är färdiga för användning skall prövas för nedskrivning minst en gång per år. Tillgången goodwill faller in under immateriella tillgångar med obestämd nyttjandeperiod.<sup>57</sup>

Då goodwill posten ensamt inte ger upphov till kassaflöden, måste den i samband med nedskrivningsprövning behandlas tillsammans med en kassagenererande enhet.<sup>58</sup> Alltså ingår hela enheten i prövningen för nedskrivning. Förvärvad goodwill skall fördelas över kassagenererande enheter direkt vid uppköpstillfället. Syftet är att skapa en naturlig nivå som goodwill posten kopplas mot. Då den kassagenererande enheten prövas för nedskrivning, är tidpunkten samt beloppet, vilket är det redovisade värdet beroende av huruvida goodwill fördelats på enheten eller inte. Om goodwill är fördelat mot enheten skall den som tidigare nämnts prövas för nedskrivning en gång per år. Är däremot ingen goodwill fördelad mot enheten utan det endast existerar en

---

<sup>52</sup> Marton et al. (2010)

<sup>53</sup> Marton et al. (2010)

<sup>54</sup> Björn Gauffin och Anders Thörnsten, (2010)

<sup>55</sup> Björn Gauffin och Anders Thörnsten, (2010)

<sup>56</sup> Björn Gauffin och Anders Thörnsten, (2010)

<sup>57</sup> IFRS, Farakademin (2010) Fars Samlingsvolym

<sup>58</sup> *En kombination av tillgångar som ger upphov till in- och utbetalningar.*

koppling prövas denna endast för nedskrivning om en indikation på värdeminskning uppstår. Om nedskrivning i sådant fall föreligger redovisas denna först, därefter prövas återigen nedskrivningsbehovet för den större gruppen tillgångar, vilken goodwillen fördelats över.<sup>59</sup>

Konkret kan konstateras att dessa prövningar är relativt komplicerade avgörande om goodwill fördelats samt på vilka enheter. Noterbart är att nedskriven goodwill, förblir nedskriven.<sup>60</sup>

I en artikel av Carlin, T., Finch, N., & Watson, J från 2010 uppmärksammas dessa svårigheter från ett amerikanskt perspektiv, vilket går att jämföra med dem svenska reglerna som bygger på likartade principer. Kontentan var kopplat mot problematiken att finna lämpliga nivåer för dessa enheter. Vidare omgärdas processen för framtagande av kassagenererande enheter med höga kostnader och komplexitet.<sup>61</sup> I samma artikel diskuteras andra studier som påvisar att företag tenderar att koppla ihop kassagenererande enheter på fel nivå, vilket medför att redovisningen blir mindre detaljerad. Detta kan skapa problem vid beslutsfattning till följd av sämre kvalitet i rapporterna.<sup>62</sup>

Artikeln hänvisar också till en undersökning som genomförts i Australien, där IFRS-reglerna tillämpas. Studien omfattade det största bolagen för tidsperioden 2006-2008. Med slutsatsen att även om andelen kassagenererande enheter ökar som goodwillen fördelas över, existerade det fortfarande ett stort antal bolag med begränsat antal. Vilket precis som i USA kan skapa problem för användarna av informationen<sup>63</sup>. Exemplet nedan aktualiserar hur nedskrivning på goodwill går till.

## 2.7.2 Räkneexempel, IAS 36 Nedskrivningar

Ett företag förvärvas för 4000, varav nettotillgångarnas verkliga värde uppgår till 3000, alltså identifieras en goodwill post på 1000. Efter ett år uppgår företagets redovisade värde till 3800, goodwillen utgörs fortfarande av 1000. Däremot uppgår återvinningsvärdet enbart till 2700 och en nedskrivning föreligger. Då goodwill fördelats till denna kassagenererande enhet skrivs goodwillen ner i första hand och tillgångarna i andra.

	Goodwill	Förvärvat företag	Totalt	
Redovisade värden	1000	2800	3800	
Nedskrivning	-1000	-100	-1100	
Redovisade värden efter nedskrivning	0	2700	2700	64

## 2.7.3 Nedskrivningsprövning

I samband med ett eventuellt nedskrivningsbehov beaktas ett antal olika faktorer för att ta ställning till relevansen i indikationerna på värdenedgång:

<sup>59</sup> Marton et al. (2010)

<sup>60</sup> IFRS, Farakademin (2010) Fars Samlingsvolym

<sup>61</sup> Carlin, T., Finch, N., & Watson, J. (2010)

<sup>62</sup> Carlin et al (2010)

<sup>63</sup> Carlin et al. (2010)

<sup>64</sup> Marton et al. (2010)

- Om avkastningskraven på investeringar från marknaden eller marknadsräntorna stiger under perioden och kan tänkas påverka diskonteringsgraden som används vid beräkning av nyttjandevärde och därav minska tillgångens återvinningsvärde.
- Tillgångs marknadsvärde minskar av betydande storlek under perioden, av orsaker som är knutna mot ålder eller normal användning.
- Det finns bevis på att tillgången åldrats snabbt eller är skadad.
- Av den interna rapporteringen framgår att tillgångens avkastning är eller kommer bli lägre, än vid utgångspunkten.<sup>65</sup>

#### 2.7.4 Upplyningskrav

Då en prövning av goodwillens värde eller nedskrivning skett måste det berörda bolaget lämna upplysningar kring detta förfarande i årsredovisningen eller delårsrapporten. För en väsentlig nedskrivning skall samtliga händelser och omständigheter inklusive belopp och karaktär för tillgången kunna utläsas. För kassagenererande enheter skall det ingå en beskrivning om dennas uppbyggnad samt vilka delar som ingår. Vidare skall det redovisas hur beloppet räknats fram, om återvinningsvärdet består av verkligt värde minus försäljningskostnader eller nyttjande värde. Dessutom huruvida detta räknats fram gentemot en aktiv marknad samt vilka diskonteringsgrads satser som använts för den berörda värderingen.<sup>66</sup>

I studien som genomfördes av de två tidigare nämnda konsulterna från Grand Thornton uppmärksammades avsaknaden av förklaringar till de bedömningar som gjorts i samband med nedskrivningar. Exempelvis är det svårt att jämföra företags enskilda bedömningar som agerar i liknande branscher. Specifikt för goodwill existerar särskilda krav, då den fördelats på kassagenererande enheter med obegränsad nyttjandeperiod. I denna situation skall det beskrivas om den nya värderingen återspeglar tidigare erfarenheter eller extern information, i övriga fall skall de förklaras hur det skiljer sig. Slutligen läggs det stor vikt vid att företagsledningen skall presentera sina prognostiserade kassaflöden, diskonteringsfaktorer samt tillväxttakter för beräkning av det framtida värdet.<sup>67</sup>

Andra brister som framkom i studien från Grand Thornton gällde bland annat undermålig information gällande valet av diskonteringsränta vid beräkning av återvinningsvärdet. Dessutom saknades jämförelser mellan flertalet diskonteringsräntor mellan åren, vilket är ett krav från IAS 36. Slutligen var avsaknaden av känslighetsanalyser stor. Kontentan av studien var att informationen för möjlighet till jämförelse både mellan företag och perioder var bristfällig. Detta gäller

<sup>65</sup> IFRS, Farakademin (2010) Fars Samlingsvolym

<sup>66</sup> Björn Gauffin och Anders Thörnsten

<sup>67</sup> Björn Gauffin och Anders Thörnsten

speciellt behandlingen av goodwill posterna, vilket involverar större mängder subjektiva antaganden.<sup>68</sup>

Hanteringen av redovisning i samband med bolagsvärdering är starkt kopplade till varandra och samtidigt krävs att informationen i de ekonomiska rapporterna stämmer överrens mellan bolag så att dem kan användas vid beslut.<sup>69</sup> Vidare utgör de ekonomiska rapporterna ett viktigt verktyg för analytiker och andra intressenter. Det finns ett flertal punkter där redovisningen har en direkt påverkan på företagsvärderingen, bland annat då företagen avslöjar information som inte tidigare var känt men som är av stor betydelse för värderingen<sup>70</sup>.

Aktiemarknaden är känslig för olika informationsströmmar, vilket påverkar priset på aktierna utifrån relevansen på den tillgängliga informationen. Denna information ligger senare till grund för uppskattning av det framtida värdet. Det framkomna aktiepriset är utifrån tillgänglig information vid det specifika tillfället det optimala sättet att veta företags värden. Dock kan flera aspekter avgöra huruvida priset egentligen överensstämmer med verkligheten, exempelvis att asymmetri eller ofullständig information. Av den anledningen är det således viktigt för potentiella investerare och intressenter att informationen är korrekt.<sup>71</sup>

De externa rapporterna som bolagen lämnar från sig skall i många avseenden var tillräckliga för att investerare skulle kunna uppskatta ett företags framtida lönsamhet. Av olika omständigheter kan dessa rapporter vara otillräckliga eller innehålla mer eller mindre korrekt information. I dessa sammanhang ingår exempelvis under eller övervärdering av tillgångar av olika slag och hanteringen av goodwill i många gånger i synnerhet. Studier har gjorts där analytiker studerats i användandet av finansiella rapporter från företagen. Här framkom bland annat att resultaträkning tillsammans med nyckeltal kopplat mot balansräkningen utgör den viktigaste informationskällan.<sup>72</sup>

Däremot är det inte alltid enkelt att veta vilken information som är relevant för redovisningen.<sup>73</sup> Därför har det under ett antal årtionden forskats om just relevansen i redovisningen, specifikt för varje användare. Hur marknaden reagerar på opartisk information återger inte enbart marknadens egenskaper, utan berättar också om informationens relevans.

Vad detta betyder konkret är svårt att svara på, huruvida informationen är framställd optimalt eller om marknaden reagerat annorlunda om informationen beskrivits på annat sätt. Av denna anledning måste därför analytiker och andra intressenter av de ekonomiska rapporterna vara uppmärksamma på hur informationen är utformad och eventuella justeringar till följd av beslut från ledningen. Följderna kan bli asymmetrisk information, där ledningen vet betydligt mycket mer om bolaget än omgivningen, vilket medför att läsaren av rapporterna inte kan avgöra hur rättvisande informationen är.<sup>74</sup>

---

<sup>68</sup> Björn Gauffin och Anders Thörnsten (2010)

<sup>69</sup> Johansson J, (1992)

<sup>70</sup> Antill & Lee, (2005)

<sup>71</sup> Novak, (2010)

<sup>72</sup> Schipper K (1991)

<sup>73</sup> Copeland, T. E. Weston, J. F. Shastri, K. (2005)

<sup>74</sup> Abdel-khalik, R. A. (1972)

## 3 Metod

---

*I metodkapitlet presenteras den ansats som utgör grunden i uppsatsen, vilket följs av praktiskt tillvägagångssätt. Val av intervjupersoner och intervjufrågor. Avslutningsvis förs en diskussion om uppsatsens tillförlitlighet.*

---

### 3.1 Val av metod

Uppsatsen tar utgångspunkt ur en kvalitativ undersökningsmetodik, då detta förfarande lämpar sig bättre vid praktisk forskning.<sup>75</sup> Vi har valt att intervjua fem stycken analytiker för vår undersökning. Syftet med intervjupersoner var att komma åt bredare information genom det personliga mötet. Därtill medför den kvalitativa ansatsen en mer förklarande än förstående utgångspunkt<sup>76</sup>, vilket återspeglar våra frågeställningar mer korrekt. Andersen menar dessutom att det kvalitativa metodvalet ökar förståelsen i mindre komplexa tillsammans med ett förtydligande av helhetsbilden.<sup>77</sup>

Ytterligare aspekter som beaktats i samband med metodvalet är rörande svängningar i konjunkturen vilket inte kommer tillhöra primär data för undersökningen, annars hade detta förespråkat en kvantitativ ansats.<sup>78</sup> Ett alternativ till intervjumetoden är enkätundersökningar, där möjligheten att nå ut till en större grupp varit möjligt. Men på grund av risken för låg svarsfrekvens valdes detta alternativ bort. Vidare hade rapporter, exempelvis årsredovisningar kunnat användas som statistisk bas för uppsatsen. Dock anses ett kvalitativt metodval resultera i användarvänligare slutsatser för intressegrupperna av undersökningen, vilket i sådant fall delvis frångåtts.<sup>79</sup>

En kvalitativ ansats dras däremot av ett antal negativa effekter, där tiden tillsammans med sanningshalten utgör dem primära. Dels begränsas antalet respondenter samtidigt som svaren kanske inte alltid ligger i linje med hur analytiker praktiskt handlar, utan snarare vad dem tror eller vill att författarna skall skriva. Vi hade möjligen önskat en något högre andel respondenter. Utifrån förutsättningarna till att skriva denna uppsats förefaller svaren som relevanta och användbara

Från våra uppställda frågeställningar existerar inga konkreta teorier som förklarar subjektiviteten i hanteringen av goodwill posten. Av denna anledning har vi valt att arbeta med induktiv ansats, vilket innebär att härleda slutsatser från empiriska undersökningar. I detta fall undersöks begreppet goodwill i genomförda intervjuer och resultatet från detta används till att skapa en sannolik slutsats.<sup>80</sup>

### 3.2 Induktiv ansats

Utifrån våra uppställda frågeställningar existerar inga konkreta teorier som förklarar subjektiviteten i hanteringen av goodwill posten. Av denna anledning har vi valt att arbeta med induktiv ansats, vilket innebär att härleda slutsatser från empiriska

---

<sup>75</sup> Andersen, I (1998)

<sup>76</sup> Andersen, I (1998)

<sup>77</sup> Andersen, I (1998)

<sup>78</sup> Backman, J (1998)

<sup>79</sup> Frankforth-Nachmias, C. & Nachmias, D. (1996)

<sup>80</sup> Andersen, I (1998)

undersökningar. I detta fall undersöks begreppet goodwill i genomförda intervjuer och resultatet från detta används till att skapa en trovärdig slutsats.<sup>81</sup>

Den främsta nackdelen med induktiv metod är risken för snedvridning utifrån de genomförda intervjuerna och att resultatet således speglar den specifika intervjun och inte på ett generellt plan. För att motverka detta, används flera respondenter och som därav ökar spridningen i svaren.

### **3.3 Urval och val av respondenter**

Valet av respondenter till denna uppsats har avgränsats till analytiker som följer IT bolag, vilka är noterade på Nasdaq OMX. Bolag i denna bransch representeras generellt av höga goodwillvärden samt kännetecknas av hög andel förvärv. Av dessa bolag valdes analytiker ut från de 4 bolag med högst andel goodwill i förhållande till totala tillgångar. Ett statistiskt urval återfinns i bilaga 6.2, där samtliga IT bolag på Nasdaqs small-, mid- och largecap lista valts ut.

Syftet med att välja dessa analytiker grundades på vanan att hantera och möta höga goodwillvärden i de ekonomiska rapporterna. På grund av begränsade resurser och tidsram för uppsatsen har det varit svårt att uppnå en hög andel respondenter till empirin. Av denna anledning har vi valt att genomföra djupare intervjuer för att uppnå trovärdigt resultat. Vidare har respondenterna återgivit en hög andel samstämmiga svar, vilket tillsammans med referensramen möjliggjort en kvalitativ analys samt trovärdiga slutsatser.

I de flesta fall hittade vi analytikerna som följde bolaget på respektive företags hemsida. Fanns inte information tillgänglig kontaktade vi bolaget och frågade de om de hade uppgifter till relevanta analytiker. Vår urvalsgrupp utgjorde en bra blandning av analytiker dels från större analyshus och banker men även från mindre icke oberoende aktörer. Vi hade inga preferenser initialt att analytikern skulle representera en viss aktör utan vi såg det snarare som en styrka att försöka bredda analytikernas bakgrund.

Utöver de analytiker som presenteras i empiriavsnittet deltog också Peter Malmqvist som har mycket bred erfarenhet på området. Peter har tidigare arbetet som revisor, föreläsare på Handels i Stockholm och ekonomijournalist. Sedan 2005 är han däremot analyschef åt den nätbaserade banken Nordnet. Initialt hade vi en förhoppning om att han skulle tillföra mycket nyttig information och intressanta infallsvinklar, vilket också infriades. Därför valde vi att intervjua Peter först. Vartefter hade vi därför möjlighet att öka kvaliteten ytterligare i de nästkommande intervjuerna baserat på delar av den information vi erhållit från Peter. Utöver Peter Malmqvist och David Jacobsson, hade resterande analytiker en önskan om att delta anonymt i denna uppsats.

### **3.4 Primärdata och sekundärdata**

Vid data och annan information i uppsatser existerar två huvudsakliga kategorier, primär- och sekundärdata. Primärdata innebär att författarna av uppsatsen samlat in

---

<sup>81</sup> Andersen, I (1998)

data på egen hand, exempelvis genom intervjuer eller enkäter.<sup>82</sup> För gällande uppsats utgörs primärdata av genomförda intervjuer med utvalda analytiker.

Informationen från analytikerna återges i sin helhet i empiriavsnittet, där uppdelning sker per ämnesområdena; värderingsmodeller, antaganden vid värdering, investeringar och goodwill. Bearbetning av intervjuerna sker tillsammans med relevant teoretisk information i analyskapitlet, enligt samma fördelning. Syftet med detta tillvägagångssätt bygger på att minimera egna tolkningar i empiriavsnittet.

Sekundärdata utgör data från tidigare forskning, exempel på sådan information är artiklar, böcker och statistisk information upprättade av institutioner eller andra forskare. Relevant sekundärdata för denna uppsats är läroböcker för kursen, tidigare uppsatser inom liknande område, artiklar och annan information från väsentliga organisationer.<sup>83</sup>

Både primärdata från genomförda intervjuer och sekundärdata från den teoretiska referensramen ligger till grund för möjligheten att svara på gällande frågeställningar i första kapitlet.

### **3.4.1 Tillvägagångssätt vid intervjuer**

Initialt hade vi en förhoppning om att nå ut till en större andel analytiker genom Mejlkonversation där frågeställningar bifogades. Då svarsfrekvensen på detta tillvägagångssätt var relativt låg, omarbetades metoden och de svar vi erhållit följdes upp med telefonintervjuer, samt möte på kontor i två fall. Detta öppnade upp för möjligheten att följa upp våra frågor samtidigt som vi lät respondenten konversera fritt. Vidare frångicks frågorna i intervjumallen vid flera tillfällen, då ett intressant spår eller resonemang uppkom.

Detta tillvägagångssätt har resulterat i 5 djupintervjuer där svaren som erhållits är av en bredare karaktär och berör goodwillposten på en lämplig nivå utifrån uppställda frågeställningar.

## **3.5 Val av intervjufrågor**

Se bilaga 1

## **3.6 Validitet och reliabilitet**

Validitet och reliabilitet är grundläggande att beakta för att uppnå ett gott resultat i samband med undersökningar<sup>84</sup>. Validitet innehåller två delar, relevans och giltighet, där relevansen syftar till väsentligheten i den empiriska undersökningen. Medan giltigheten beskriver hur väl de empiriska och teoretiska delar samstämmer. I gällande undersökning är det centralt att teoretiska begrepp samt empiriska detaljer överensstämmer, således är det primärt med hög validitet i denna undersökning.

---

<sup>82</sup> Holme I och Solvang B, (1997)

<sup>83</sup> Holme I och Solvang B, (1997)

<sup>84</sup> Esaiasson P, Gilljam M, Oscarsson H, Wängnerud L. (2002)

Uppsatsen relevans återspeglas i empiriavsnittet, där respondenterna placeras i det specifika området som granskas. En möjlig osäkerhet i samband med intervjuerna kan härledas till hur omfattande valda analytiker följer valda bolag. Generellt kan konstateras att större bolag innehar en större omsättning och intresse i samband med bolagsvärdering än mindre aktörer.

Vad gäller reliabiliteten så påverkas uppsatsen utifrån möjliga tillfälligheter. Dess syfte utgår från exaktheten i det resultat som framkommer. I gällande uppsats får denna anses vara god, trots att antalet respondenter var relativt få, då dem innehar mångårig erfarenhet och kunskap på området<sup>85</sup>. Istället kan möjligen relevansen kritiseras då respondenternas arbete innebär att hantera och beakta en stor mängd information, där åsikterna många gånger går isär för vad som anses relevant. Trots detta har deras kunskap rörande variabler som väger tungt vid investeringsbeslut medfört en hög grad av relevans i uppkomna slutsatser.

---

<sup>85</sup> Andersen I, (1998)



## 4 Empiri

---

*Detta kapitel redogör för de intervjuer som har genomförts. Avsnittet kommer att återge intervjuerna i sin helhet för att inte utelämna någon information samt för att säkerhetsställa att författarna inte gör egna bedömningar vid återgivandet av den empiriska studien. Sammanställning av intervjusvaren redogörs oberoende av ordningsföljden i bilaga 1.*

---

### 4.1 Värderingsmodeller

Initialt under intervjutillfället undersökte vi hur de tillfrågade gick tillväga rent generellt vid värdering av bolag. De stod intressant att undersöka detta då det var av väsentlig betydelse för att senare kunna urskilja deras process för värdering av goodwill. Nedan redogörs för de svar som lämnades.

*Peter Malmqvist* berättar att han primärt använder sig av relativvärdering där EV/EBIT och P/E är viktiga nyckeltal. Alla jobbar med relativa nyckeltal parallellt med andra modeller. Sellside analytiker utgår från discounted cash flow (DCF) påstår Peter men även dessa använder sig av relativvärdering för att stämna av sina modeller. Vid relativvärdering är det viktigaste att hitta en jämförelsegrupp som man kan benchmark nyckeltalen mot. Relativvärdering av större analyshus som SEB jobbar man med en kärngrupp(peer) inom en bransch som är verksam inom den region som det analyserade bolaget. Globala konkurrenter utgör en referensgrupp för de bolag som analytikerna bevakar men dessa hålls inte under ”luppen” som kärngruppen gör.

*David Jacobsson* utgår från en relativvärdering vid värdering av bolags aktier. En DCF modell används som en ”sanity check” för relativvärderingen säger David. En sanity check innebär att bolagets aktiekurs stoppas in i DCF modellen och så jobbar man sig bakåt genom modellen och kan på så vis identifiera hur snabbt bolagets kassaflöden måste växa för att kunna motivera nuvarande aktiekurs.

*Analytiker 1* berättar att han utgår från en DCF-modell vid värdering av bolag. Det är den långsiktiga framtida intjäningsförmågan diskonterar till dags datum som är grunden för värdet på bolagets aktie.

*Analytiker 2* använder sig väldigt lite av värderingsmodeller vid analys och värdering av bolag. En DCF finns oftast med i bilden, men det är sällan den som utgör hela sanningen eller ens kärnan i analysen. Analytiker 2 poängterar att han alltid redan har ett värde att utgå ifrån och att det därför är betydligt vanligare att utgå ifrån en relativvärdering. Vidare anser han att det mest intressanta är att hitta korrekta värderingsargument som styrker varför ett bolag bör eller inte bör avvika från peer gruppen.

*Analytiker 3* säger att han alltid använder sig av en DCF, oavsett bolag och bransch. Samtidigt poängterar han att marknadsklimatet och rådande konjunktur påverkar hur mycket fokus är på värdet som DCF-modellen producerar. Många parametrar vid en kassaflödesvärdering är godtyckliga och därför kommer inte hela sanningen från modellen. Mycket handlar om att ha en god kännedom om den rådande makroekonomiska utvecklingen samt hur konkurrenterna och branscherna utvecklas i övrigt. Att värdera bolag är ingen exakt vetenskap avslutar *Analytiker 3* med.

## 4.2 Antaganden vid värdering

Det stod intressant att undersöka de antaganden som analytiker gör vid värdering för att senare kunna undersöka likheter i de antaganden de gör kring goodwill. För att få en övergripande bild av vilka antaganden analytikerna använder sig av vid värdering så ställdes frågorna hur lång prognosperiod används, vilka faktorer påverkar modellen och vilka antaganden för du kring de påverkbara faktorerna. Nedan redogörs för de svar som lämnades.

*Peter Malmqvist* Vid värdering med hjälp av DCF modellen är den teoretiska prognosperioden 10-15 år. Den praktiska prognosperioden, vilken är perioden man gör specifika och bolagsspecifika antaganden och där man inte gör trend extra poleringar sträcker sig 2-3 år framöver. År 4 är en grov uppskattning som utgår från analytikernas egna bedömningar. Därefter menar Peter att prognostiseringarna är starkt schablonmässiga.

Det som styr bolagets värde är det som händer under den praktiska perioden. Den teoretiska prognosperioden är mer en räkneövning, menar Peter. När det gäller värderingsmodeller generellt så är den enskilt viktigaste parametern avkastningskravet. Det finns ingen annan faktor i modellerna som har så stor påverkan på slutvärdet som avkastningskravet och det är även den som är svårast att bedöma vilken input som skall användas.

För att underbygga antaganden för den närliggande prognostiserade perioden kan analytiker utgå från informationskällor som SME direkt. SME direkt samlar in analytikerns prognostiserade data för de närmsta 2-3 åren. När det kommer till antaganden längre fram under prognosperioden används i stora drag 3 grova tumregler, säger Peter. Avkastningskravet skall baseras på den 10-åriga statsobligationsräntan, den skall baseras på en marknadsriskpremie (4-5 procent) och den tredje tumregeln är att bolagets specifika riskpremie skall beräknas utifrån betavärdet på aktien. Antaganden om långsiktig tillväxt har underordnad betydelse enligt Peter, om man vill säga tillämpar DCF modellen på ett korrekt sätt. Någon annan gemensam information använder sig inte analytiker av.

*David Jacobsson* förutspråkar att för produktbolag där det inte finns en peer grupp att luta sig emot att man använder sig av en 25-årig prognosperiod. Analytiker gör en mer noggrann prognos de nästföljande tre verksamhets åren. Vid användning av DCF så tycker David att de viktigaste påverkbara faktorerna är uthålliga marginaler samt tillväxtutveckling. Både på kort och lång sikt är det försäljning och marginal trend som är starkast påverkan på bolaget och därmed värderingen. De antaganden som görs utgår delvis från kommunikation med bolaget men även egen research är viktig. När det gäller grundantaganden i DCF modellen så utgår David från en standard som

gäller för firman som helhet. Vidare bedömer David att analytikers samsyn stämmer bättre överens på kort sikt kontra samsynen längre fram i tiden.

*Analytiker 1* säger att han jobbar med en prognosperiod som sträcker sig 3-5 år framåt i tiden. Det som påverkar prognosperioden är förutsägbarheten i verksamheten. De faktorer som *Analytiker 1* bedömer påverka modellen i störst utsträckning är den långsiktiga tillväxten, de uthålliga marginalerna samt avkastningskravet. För att bedöma de uthålliga marginalerna görs bedömningar som till största del baseras på de historiska siffror som bolaget har klarat att leverera. Ju längre bort i tid man kommer ju mer generella blir prognoserna kring den underliggande marknaden bolaget agerar på. *Analytiker 1* bedömer att analytiker ligger nära varandra i sina bedömningar då de utgår från samma marknad och därav allieras långsiktig tillväxt och marginal mål.

När *Analytiker 2* använder sig av en DCF-modell så anser han att prognosperioden bör sträcka sig minst 10 år framåt i tiden, men han tillägger samtidigt att perioden som kan uppskattas med rimlig sannolikhet är betydligt kortare. Eftersom det för *Analytiker 2* ligger närmare tillhands att använda relativvärdering så är inte antaganden som görs vid en DCF värdering mest intressant för honom. Fokus vid en värdering är att se trender från en kvalitativ jämförelsegrupp, menar analytikern. Studera och analysera avvikelser från genomsnitt för såväl EBIT marginal, EBITDA marginal, tillväxttakt och kapitalbindning är av störst intresse.

Vid användandet av en modell som utgår från ett bolags framtida kassaflöden är långsiktiga marginaler, tillväxt och avkastningskravet på eget kapital absolut viktigast att ta i beaktning, säger *Analytiker 3*. Vad det handlar om vid finansiell modellering är att försöka komma så nära sanningen som möjligt. Även fast jag använder mig av en prognosperiod på 15 år så fokuserar jag mest kraft på de 2 -3 åren som ligger närmast i tiden. Det är den närliggande tiden som jag med relativt stor sannolikhet kan komma nära det faktiska utfallet, perioden längre fram i tiden utgår från standardmässiga antaganden på marknaden påstår *Analytiker 3*. Att sannolikheten ökar att estimaten på 2- 3 års sikt överensstämmer bättre med det faktiska utfallet anser analytikern bero på att här ges mycket information från bolaget självt. Detta är en viktig källa till information.

### **4.3 Investeringar**

Framtida investeringar är något som påverkar ett bolags framtida utveckling. Investeringar var intressant att få en djupare förståelse för, då detta delvis är relaterat till förvärv. Nedan redogörs för de svar som lämnades.

*Peter Malmqvist* Peters uppfattning kring analytikers beaktande av bolags framtida investeringar samt avskrivningar är att dessa är långt ifrån så explicita som man kan önska. Investeringar är schablonmässigt beräknade, ofta som en procentsats av omsättningen, både på kort och lång sikt. Denna beräkningsmetod är en dålig schablon inte minst för förvärvsorienterade bolag. Att bolag uppvisar god timing och är skickliga på att göra förvärv belönas sällan i analytikernas modeller. Schabloniseringen av investeringar är ett misstag från oss analytiker, menar Peter. Vid investeringar i materiella tillgångar så beräknas procentsatsen fram med hjälp av historisk information genom att ta ett genomsnitt fem år tillbaka i tiden. Peter har aldrig sett att någon analytiker mer ingående försöker förstå under vilka perioder

investeringsviljan ökar för att på det sättet kanske kunna bryta ner investeringsfrekvensen och därmed även expliciteten. Än grövre schablonisering påstår Peter det förekommer vid antaganden om förvärvsinvesteringar. Dessa investeringar prognostiseras inte alls utan analytiker prognostiserar endast på organisk basis. Analytiker gör medvetet fel på denna punkt säger Peter då analytikerkåren tycker det är en förenkling som ökar säkerheten. Detta leder följaktligen till fel prissättning på aktien.

Även fast bolag historiskt har vuxit kontinuerligt via förvärv så har Peter aldrig stött på någon analytiker som beaktar detta fenomen. Då vi påstod att vissa bolag kunde sättas på en klocka med tanke på deras förvärvsfrekvens så svarade Peter att han tyckte att detta skulle beaktas men att han inte sett någon analytiker ta det steget ännu.

*David Jacobsson säger att vid investeringar och därtill hörande avskrivningar utgår man ifrån olika parametrar beroende på bolagets art och den bransch som den verkar inom. Antingen utgår man från balansräkningen och bolagets "assetbase" och så utgår man från en "replacement" på den tillgångsbasen. Det andra alternativet är att historiskt titta på hur stora investeringarna har varit i relation till försäljningen och sedan använder man ett genomsnitt av detta för att prognostisera framåt..*

*Analytiker 1* meddelar att investeringar är högst väsentlig för den DCF-modell som han använder sig av. Investeringar och avskrivningar är sammankopplade i modellen och det man utgår ifrån är en nivå som ligger i linje med det historiska genomsnittet. Investeringarna sätts som en procentsats i relation till omsättningen.

För att bibehålla önskad tillväxt krävs att investeringar görs i stadig takt. *Analytiker 2* återgår till relativvärderingen och påpekar att han analyserar investeringarna i relation till konkurrenter för att bedöma om det görs tillräckliga investeringar för att bibehålla tillväxttakten.

Investeringar är självklart högst centralt att beakta. Det förs likt andra parametrar en nära dialog med bolagets ledning för att försöka få insikt i bolagets framtida planer menar *analytiker 3*. Det är dock svårt att med hjälp av DCF-modellen bestämma de exakta investeringarna över prognosperioden, säger *Analytiker 3*. En utgångspunkt är att analysera historiska investeringar och därefter använda sig av de genomsnittliga investeringarna för att grovt uppskatta framtiden.. Mestadels handlar det om att fokusera på parametrar som man med stor sannolikhet kan bekräfta. Investeringar kan variera kraftigt och därför är ett historiskt genomsnitt fullt godtagbart att använda sig av.

#### **4.4 Goodwill**

De tidigare frågeställningarna var ämnade till att skapa en grundläggande förståelse för bolags värderingar. De slutgiltiga frågorna berörde goodwill specifikt och analytikerns hantering av denna post. Nedan redogörs för de svar som lämnades.

*Peter Malmqvist* Det finns ett viktigt nyckeltal att beakta för att bevaka goodwillen hos bolag. Detta nyckeltal är *goodwill/ eget kapital*. Studerar man detta nyckeltal för svenska börsbolag så ser man att en tredjedel av dessa bolag har större goodwill post

än hela det egna kapitalet. Förvärvsfrekvensen är som absolut högst vid högkonjunkturer då kreditgivarna har belånat på det framtida kassaflödet i förvävsobjektet. Vid lågkonjunktur när inte förvärvet påvisar den utveckling som banken prognostiserat vid förvärvstillfället kan banker komma med påtryckningar för bolag att stärka upp balansräkningen. Det som analytiker bevakar vid lågkonjunkturer är relationen mellan eget kapital och goodwill då alldeles för lågt eget kapital innebär en nyemissions risk, säger Peter. Även fast aktiekursen styrs av den långsiktiga lönsamheten så kommer kursen att rasa när det finns en risk för en nyemission.

*Ex: KnowIt drabbades av detta hösten 2008 då rädslan för nyemission gjorde att aktiekursen rasade. Bolaget bedömde inte att bolaget löpte någon risk men aktiemarknaden kanske hade gemensam syn på att förvärven var bra men såg en stor risk för nyemission. KnowIt har kvalificerat sig till en högre stabilitetsgrupp, säger Peter.*

Att en nyemission aldrig behövde genomföras i KnowIt har betydelse för framtiden, menar Peter. Ett bolag och management med tidigare historik av att goodwill i relation till eget kapital inte påverkar stabiliteten i balansräkningen under sämre tider belönas av analytiker. Dåliga företagsförvärv speglas i att bolag genomför nyemissioner och nedskrivningar på förvärv.

Relationen mellan bolag och analytiker vid informationsutlämning i samband med förvärv är väldigt tät det första verksamhetsåret efter förvärvet. Analytiker försöker minska informationsasymmetrin till bolaget och frågar ut och följer upp bolaget nära på vissa viktiga parametrar, såsom EBITDA- och EBIT marginalen. Management i bolag utkrävs ofta av analytiker att uttala sig om de uthålliga marginalerna efter förvärvet. Ett koncern marginal mål är det som oftast efterfrågas av bolag säger Peter. Uppföljningen av förvärvet görs sedan i den mån det finns information. Uppkommer ett nytt affärsområde efter förvärvet så blir det lätt att följa upp och bevaka utvecklingen av det. Men det är ovanligt menar Peter att förvärv genomförs som är lätta att följa upp. Vidare påpekar Peter att det är analytikerns förmåga att utvärdera bolagens kunskap inom förvärvsområdet som är den del av en analytikerns analys som är sämst utvecklad. Detta beror delvis på brist på information.

Nedskrivningar är synonymt till en befarad nyemission. Det förs vad Peter känner till ingen diskussion kring framtida eventuella nedskrivningar. Det som analytiker fokuserar på är att se om bolaget har den intjäningsförmåga som de tror att bankerna kan tänkas vara nöjda med. Peter berättar vidare att en nedskrivning inte heller har någon påverkan på kort sikt om det inte är så att analytikerna befarar att nedskrivningen är ett tecken på att bankerna är på bolaget och att därmed risken för nyemission ökar.

Vid frågan om vilka bolag och branscher som man bör hålla ett extra öga på goodwillen så svarar Peter att detta beror på förvärvens relation till det egna kapitalet. Det han anser att många analytiker beaktar är vad branschkollegors eget kapital värderas till mer än om multipeln på eget kapital är högt. Ett förvärv av ett bolag inom läkemedelsbranschen som resulterar i en goodwill post som är 5 gånger eget kapital kan sticka ut mindre än om ett stålbolag förvärvar ett bolag där multipeln är 2. Analytiker beaktar goodwillen i relation till andra parametrar och det som skall bevakas enligt Peter är avvikelser från normaliteten.

Det som behövs för att minska problematiken kring goodwill är mer explicit information kring förvärvens framtida kassaflöden och marginaler inom den praktiska prognosperioden. Allt handlar om att det existerar en informationslucka och bolagens informationsgivning är undermålig avslutar Peter. Det som behövs är att analytiker ges möjligheten att följa upp förvärven likaväl som de har möjlighet att följa upp marginaler.

*David Jacobsson* säger efter vårt inledande anförande att det finns mikroskopisk information kring bolagens goodwill. Detta är en av anledningarna till att David inte slaviskt utgår från DCF modellen utan använder sig mer av en relativvärdering samt värdering att det som kan skådas i nutid.

David exemplifierar att ett förvärv av ett teknik bolag kan anses i sin enklaste form vara en slags förvärvad R&D. För att underlätta förvärvets art räcker det mer eller mindre att applicera "gordon growth model" på den förvärvade enhetens nästa års vinst och sedan lägga till några mjuka faktorer om uppskattning av synergier.

David ägnar annars mycket lite tid åt goodwill posten, han anser att det räcker att endast ha koll på den. Det blir viktigare att undersöka goodwillens art under turbulenta tider. Det är viktigt på kort sikt att vara på sin vakt kring nedskrivningar för allt handlar om att träffa estimaten. Långsiktigt är goodwill posten mindre intressant. Det är svårt att ha koll på förvärv som inte skapar ett eget affärsområde. Davids policy är att det du inte kan följa upp i siffrorna är inte så stor idé att bevaka, för då kan man bara resonera i mjuka faktorer. Goodwill är ingen post som analytiker tar höjd för, efter Davids erfarenhet så gör bolagen och deras revisorer detta. Det som aktiemarknaden tar höjd för är skuldsättningen i bolaget och den eventuella risken för nyemission. En nedskrivning av Goodwill är en non-cashflow item och är därmed inte långsiktigt viktig att bevaka.

I frågan om management har en positiv respektive negativ påverkan på värderingen av goodwill så svarar David att det har viss betydelse. Det som påverkar starkast är bolagets intjäningsförmåga samt förmågan att skapa marginaler. Management anser David ha underordnad betydelse. Transparensen är dålig mellan bolagens ledningar och analytiker och aktiemarknaden som helhet kring goodwillposten avslutar David.

*Analytiker 1* säger att han ägnar generellt lite fokus åt goodwill vid bolagsvärdering. Som analytiker utgår han från bolag till bolag vid övervakningen av goodwillposten. Det är väldigt bolagsspecifikt hur nära och hur djupgående han analyserar posten. Störst intresse skapar goodwill när det analyserade bolaget uppvisar stor goodwill post i relation till övriga tillgångar och då främst eget kapital. Vidare så anser analytikern att det är svårt att bedöma om en analytiker alltid tar höjd för eventuella nedskrivningar. Han återknyter åter till att det är väldigt bolagsspecifikt och att bevakningen ökar när ett bolags goodwill avviker mycket från jämförbara bolag samt om skuldsättningen anses vara hög i bolaget. En annan mycket stark påverkande faktor vid bedömning av bolags goodwill är förvärvshistoriken i bolaget och än starkare påverkan har management anser *Analytiker 1*.

*Analytiker 2* tar goodwill i beaktning om än endast till en liten del. Analytikern anser att goodwillposten är svåruppskattad och i flesta fall svår att identifiera. En

goodwillpost som uppkommer från ett förvärv kan ofta efter förvärvet hänföras till flera affärsområden. *Analytiker 2* förhåller sig till goodwill på det sättet att han följer avvikelser i posten noggrant. Det som kan påverkas av goodwillen och en nedskrivning av posten är att utdelningsbara medel minskar samt att det även kan uppkomma en risk för att balansräkningen behöver stärkas genom nyemission. Analytikern anser att man bör ha under uppsikt hur goodwillen förhåller sig till det egna kapitalet. En hög ratio mellan dessa poster bör man höja ett varningens finger för. *Analytiker 2* fortsätter dock med säga att det inte alltid innebär en hög risk när goodwillposten är stor i förhållande till det egna kapitalet. Starka ägare, historiskt duktig ledning och god förvärvshistorik är alla faktorer som påverkar inställningen till goodwillen.

Goodwill är en svårbemästrad roll anser *Analytiker 3* som säger att i den mån det är möjligt så analyseras posten och utgör på så sätt en komponent i värderingen av ett bolag. Vad som blir intressant att förstå är vad goodwillen kommer att påverka marginalerna och tillväxten. Bolagen brukar vara relativt kommunikativa kring ett förvärv den närmsta perioden efter att det har inträffat men sedan är ju förvärvet tänkt att inkluderas i organisationen så med tiden avtar dialogen om goodwillposten. Just i samband med ett förvärv så kommuniceras marginaler och synergier i stor utsträckning anser analytikern, något han tror beror på att bolaget försöker motivera köpet och köpeskillingen. Men det stora problemet för oss analytiker, fortsätter han, är just att uppföljningen kring förvärv och dess utveckling är skral från bolagens sida. Detta bidrar till att det inte lönar sig att ägna allt för stort fokus åt att analysera goodwillposten. *Analytiker 3* nämner ett undantag då han brukar uppmärksamma goodwill och det är i samband med analyser av bolag som har stark historik av att förvärva bolag och då det är en uttalad strategi för tillväxt. I sådana bolag blir det intressant i de fall då nedskrivningar börjar inträffa. Nedskrivningar tycker *Analytiker 3* kan associeras med en utebliven utdelning och blir således en form av förtäckt nyemission. Vad som inträffar vid en nedskrivning i ett bolag är att förtroendet för de ledande befattningshavarna minskar och att man då tillskriver bolaget en högre risk som därmed påverkar värderingen av bolaget. *Analytiker 3* hävdar dock att det som först granskas vid en nedskrivning är varför den har uppkommit. Det gäller att förstå varför nedskrivningen har skett och även vad den långsiktiga påverkan på bolaget blir mot bakgrund av nedskrivningen. Dra man slutsatsen att en nedskrivning är en i raden av många så ökar risken i bolaget och även utdelningarna påverkas vilket sammantaget leder till att bolaget tillskrivs en lägre värdering.



## 5 Analys

### 5.1 Värderingsmodeller

Det framkom i vår studie att en majoritet av analytikerna inte var fokuserade på en DCF-modell vid sin värdering av bolag. Detta stred mot vad vi initialt trodde då vår utgångspunkt var att kärnan i en analytikers värdering var baserad på en kassaflödes värdering. Det framkom att en DCF värdering oftast finns med i bilden men att det sällan utgör den viktigaste komponenten i den totala analysen. Endast Analytiker 1 & 3 använder en DCF som grundbult vid värdering, samtidigt är det endast Analytiker 1 som är den enda som inte tar upp något annat alternativ till DCF-modellen. Analytiker 3 påstår att även då kassaflödesvärderingen är kärnan så kommer inte hela sanningen från modellen. Han påstår vidare att andra parametrar behöver beaktas, såsom det makroekonomiska klimatet, detta då en DCF modell bygger på subjektiva antaganden. Han avslutar med att säga att värdering av bolag ”..är ingen exakt vetenskap”.

*Analytiker 3* fungerar som en brygga över till de andra analytikerna. Bortsett från *Analytiker 1 och 3* så anser våra tillfrågade analytiker att en DCF-modell inte är huvudfokus. Det är mycket viktigare för dessa analytiker att använda sig av en relativvärdering vid bolagsvärdering.

David Jacobson påstår att för honom fungerar en DCF endast som en ”sanity check”. En sådan här koll görs mest för att stämma av ett redan befintligt värde eller antagande. Ett sådant här arbetsförfarande bekräftas av *Analytiker 2* som påstår att han oftast har ett värde att utgå ifrån. En DCF värdering kan fungera som en kontroll för att det värdet är korrekt, men i störst utsträckning kontrolleras detta genom relativvärdering. *Analytiker 2* anser att det viktigaste att ta ställning till är ett redan befintligt värde och detta görs genom att hitta korrekta värderingsargument. Peter anser att alla på marknaden använder sig av relativvärdering men i olika stor utsträckning.

Det som visade sig vara intressant med att få inblick i analytikers värderingsmodeller är det faktum att vår inställning från början var att en DCF används samtidigt som vi antog att en goodwill nedskrivning inte borde påverka en sådan här modell. Majoriteten av våra tillfrågade analytiker förkastar således argumenten att påstå att en goodwillnedskrivning är en rent redovisningsteknisk åtgärd och att det inte påverkar kassaflödet. Sådan påstående framkom i både Lindenberg et al.<sup>86</sup> och Duangploy et al.<sup>87</sup>

### 5.2 Antaganden vid värdering

Vår grundansats var initialt att utreda analytikers antaganden vid en DCF-värdering. Även då det i studien framkom att en DCF värdering var av underlåtande betydelse för majoriteten av de tillfrågade analytikerna framkom intressanta observationer.

---

<sup>86</sup> Lindenberg et al. (1999)

<sup>87</sup> O Duangploy, et al. (2005)



Peter delar in analysen i tre perioder och argumenterar för att de antaganden som görs och på vilket sätt de görs har stark förankring till vilken period man kan hänföra de till. Perioden som sträcker sig 2-3 år framåt i tiden och som Peter benämner som den praktiska perioden är den mest centrala vid en analys. Detta är något som delas av både David, *Analytiker 1 och Analytiker 3*. Den totala prognosperioden varierar kraftigt samtidigt så är de tillfrågade överens om att det är perioden närmast i tiden som är av högsta intresse. Peter beskriver att de bolagsspecifika antaganden man gör under den praktiska perioden är det som styr värdet. *Analytiker 3* pratar om informationstillgängligheten och anser att den närmsta tiden är lättast att hitta tillförlitlig information då den oftast kommer från bolaget självt. Att bolaget är en viktig informationskälla anser även David men adderar samtidigt att även egen research behöver genomföras. Vidare påstår *Analytiker 3* att det är under den här perioden som den största sannolikheten finns att man kommer så nära sanningen som möjligt. David påstår att även analytikerns samsyn överensstämmer bättre på kort sikt då de har samma information att förhålla sig till.

Vad både *Analytiker 3* och David argumenterar för allieras med forskningen kring informationen i finansiella rapporter. Som Antill et al. skriver så utgör de finansiella rapporterna ett viktigt verktyg för analytiker. Nordström, U., and Suarez, M.<sup>88</sup> kommer till slutsatsen att analytiker inte visar några tendenser att inte förstå informationen i de finansiella rapporterna, förvisso relaterat till goodwill nedskrivningar. Men det verkar som om delar av våra tillfrågade överensstämmer med att informationen från bolag utgör en bra grund för värdering.

Den nästföljande perioden är vad som händer fjärde året enligt Peter. Här menar analytikern att de antaganden som görs är grova uppskattningar från analytiker kåren. Den sistnämnda perioden är den som ligger efter 4 år. Peter argumenterar för att här sker inte ens några grova uppskattningar utan här utgår analytiker från rent schablonmässiga antaganden. Detta är något som delas av *Analytiker 3*.

När det kommer till vilka parametrar som är viktigast att beakta så är de flesta överens om att det är någon eller alla parametrar rörande tillväxt, uthålliga marginaler och avkastningskravet. *Analytiker 2* uttalar sig inte om någon av dessa parametrar utan hänvisar till olika nyckeltal som är intressanta att jämföra mot andra bolag. Peter Malmqvist anser att den uteslutande viktigaste parametern är avkastningskravet, då denna har störst inverkan på slutvärdet. *Analytiker 1 och 3* är överens med Peter här men tillägger likt David att även tillväxt och uthålliga marginaler är mest intressanta att beakta.

Vad som är anmärkningsvärt är att förutom *Analytiker 2* som diskuterar kring nyckeltal så är det ingen av analytikerna som kommenterar att någon parameter hänförlig till balansräkningen är av intresse. Avkastningskravet kan till viss del relateras till balansräkningen men något annat fokus verkar inte riktas däremot.

Det kan argumenteras för att bolagen för en relativt god kommunikation med analytikerna, åtminstone på kort sikt. Hirschey et al. visar att marknaden förutspår en nedskrivning året innan den realiseras och att aktiekurserna regleras ner.<sup>89</sup> Det

---

<sup>88</sup> Nordström, U., and Suarez, M. (2007)

<sup>89</sup> Hirschey, M., and V.J. Richardson. (2002)

föreligger som om analytiker har tillräcklig med information på kort sikt för att göra dessa bedömningar. Förvisso kommer samma författare till slutsatsen att aktiekursen sjunker ytterligare nästföljande år efter nedskrivningen så det existerar fortsatt en asymmetri mellan bolagen och analytikerna.

### **5.3 Investeringar**

Våra tillfrågade analytiker för korta resonemang gällande frågan om investeringar. Merparten anser att det är en svårbedömd post och att använda sig av ett historiskt genomsnitt är fullt tillräckligt.

Peter Malmqvist för dock ett längre resonemang där han även ställer sig väldigt kritisk till hela analytikeråkårens beaktande av posten investeringar. Han anser att analytiker är långt ifrån så explicita som man skulle kunna önska och att de använder alldeles för schablonmässiga metoder vid beräkning av de framtida investeringarna. Speciellt dåligt tycker han analytiker presterar i samband med förvärvsinvesteringar i förvävsorienterade bolag. Att ett bolag är duktiga på att tajma sina investeringar belönas inte enligt analytiker Peter.

Vi fann inte i vår undersökning att några analytiker genomför någon grundligare analys av historiska investeringar utan väljer endast att använda sig av ett genomsnitt. Vi framförde att vissa sektorers tillväxt tillkommer genom förvärv men att bättre förstå i vilka tider och på vilket sätt dessa investeringar genomförs gör alltså inte analytikerna. Peter påstår att analytiker inte gör någon ansats att försöka prognostisera investeringar utan det analytikeråkåren fokuserar på att prognostisera är den organiska tillväxten. Peter menar vidare att detta är en förenkling som analytiker gör för att öka säkerheten i deras analyser.

### **5.3 Goodwill**

Vårt primära fokus var att djupare analysera hur analytiker beaktar goodwillposten vid sin värdering av bolag. Anledningen till att även föregående avsnitt har varit intressanta att studera är att detta fick oss att förstå hur analytiker resonerar generellt kring värdering. Detta förelåg som högst relevant för att vi under vår huvudfrågeställning skulle klara att urskilja om det fanns likheter och skillnader mellan ”traditionell” värdering och värdering av goodwill.

#### **5.3.1 Hur beaktas goodwillposten vid värdering av bolag?**

En viktig del av vår studie var att utreda huruvida analytiker beaktar goodwill överhuvudtaget vid sina analyser och i så fall på vilket sätt de beaktar posten. Vi fick enhälliga svar kring vikten av goodwill posten. Alla våra tillfrågade analytiker responderade med att de fäster liten till mycket liten vikt till goodwillen vid sina analyser. De verkar anmärkningsvärt mot bakgrund av vad Hayn et al.<sup>90</sup> skriver om goodwill. Författarna anser att goodwill är högst intressant och en värdefull resurs och att det är centralt att posten tillskrivs ett korrekt värde. Anledningen till att det är av vikt är att goodwillen bestämmer säkerheten i ett bolags framtida kassaflöden. Vi kan

---

<sup>90</sup> Hayn och Haughes. (2006)

nu återkoppla till tidigare resonemang kring värderingsmodeller där majoriteten av våra tillfrågade analytiker sade sig använda alternativa värderingsmodeller än DCF-modellen. Kan detta vara hela sanningen till att analytikerna i den här undersökningen anser att posten inte är viktig att beakta då? Nej, de facto är att posten bevakas i den mån det är möjligt. David är den enda av analytikerna som stämmer överens med ovan nämnda studie. Han påstår att kortsiktigt är en nedskrivning central att känna till för att träffa estimaten men långsiktigt är det av underordnade betydelse då posten just icke är kassaflödes påverkande. Davids resonemang stämmer därmed även väl överens med det Jennings et al. som säger att goodwill nedskrivningar kan bäst anses vara en störelsepost.

Peter säger att goodwillen beaktas i relation till andra parametrar och han påpekar att det viktiga är att vara uppmärksam när avvikelser från normaliteten inträffar. Detta är något som både *Analytiker 1 och 2* är överens med Peter om. *Analytiker 1* anser att intresset av goodwill är mycket bolagsspecifikt och starka avvikelser från jämförbara bolag gör det ännu mer intressant att bevaka posten.

Det som verkar vara av störst intresse rörande goodwill är de signaler som posten kan sända ut samt de konsekvenser som den kan föranleda. Peter påstår att det viktigaste nyckeltalet att bevaka är goodwill i relation till det egna kapitalet. Analytikern påstår att studerar man det här nyckeltalet för börsbolagen så kommer det visa sig att en tredjedel av alla bolag har ett högre värde på goodwillen än det egna kapitalet i balansräkningen. Vad detta visar på är att bolaget därmed uppvisar en hög skuldsättning. Att goodwillens storlek ger signaler angående skuldsättning är något som både David och *Analytiker 1* håller med om. Peter tydliggör problematiken med att banker beviljar lån med utgångspunkt på det förvärvande objektets framtida kassaflöde. I och med att de flesta företagsförvärv inträffar i högkonjunkturer är det viktigt att vara uppmärksam på vad som händer i bolag vid långkonjunktur. Det som kan bli aktuellt när bolag går in i en lägre tillväxtperiod är att banker kan börja flagga för att balansräkningen behöver stärkas upp då bolaget inte längre kan försvara goodwillen mot de framtida kassaflödena. Vad banken kan komma att kräva vid ett sådant här tillfälle är att bolaget stärker upp balansräkningen med eget kapital. Det uppkommer således en överhängande risk för att en nyemission kan komma att genomföras. Peter säger att trots det faktum att aktiekursen styrs av den långsiktiga lönsamheten så kommer aktiekursen att rasa om marknaden befarar en nyemission. Risken för nyemission är något som 4 av våra 5 tillfrågade analytiker direkt poängterar och som är en central del i deras resonemang kring värderingen av goodwill.

Vidare så ger en eventuell nedskrivning vissa signaler som också är av intresse för våra tillfrågade analytiker och som kan återkopplas till ovan nämnda oro kring skuldsättning och nyemissions risk. *Analytiker 3* uttrycker det som att en nedskrivning av goodwill kan anses vara en utebliven utdelning och därmed en form av förtäckt nyemission. Att utdelningsbara medel påverkas är även något som *Analytiker 2* poängterar. Men sammantaget är det vad nedskrivningen sänder för övriga signaler som blir intressant att bevaka. Peter återknyter till nyemissionsrisken och menar att en nedskrivning kan indikera att bankerna är på bolaget om att deras balansräkning är för svag. Det blir då intressant att analysera om man anser att bolaget har den intjäningsförmåga som kan anses acceptabelt från bankernas synvinkel. David anser att en nedskrivning får konsekvenser på kort sikt då det kan komma att påverka hur väl analytikern träffar estimaten. Men fortsatt så anser även han att den viktigaste

punkten att beakta är bolagets långsiktiga intjäningsförmåga och marginaler. Även *Analytiker 3* anser att det är viktigt att förstå varför nedskrivningen har skett och vad det kommer få för inverkan framgent. Om en nedskrivning är att betrakta som en av många så kommer utdelningarna att påverkas och även risken. Aktien kommer därför att justeras ner menar *Analytiker 3*.

Goodwillens karaktär samt en nedskrivning har direkta konsekvenser i form av att en ökad oro för nyemission uppkommer. Samtidigt verkar majoriteten av våra respondenters svar stämma överens med undersökningen som Elliot et al. genomförde.<sup>91</sup> Författarna påvisar det är av vikt att värdera goodwillen mot beaktning av ett bolags intjäningsförmåga

Vad som har framkommit är att våra tillfrågade analytiker verkar vara väldigt noga med att förhålla sig till konkret fakta vid deras värderingar av bolag. Endast Analytiker 1 hävdar att han uteslutande utgår från DCF-modellen vid värdering. De andra försöker hänga upp sin värdering på andra faktorer för att bättre bekräfta utfallet. Det verkar således att de flesta analytiker i vår studie inte vill förlita sig fullt ut på en modell som innehåller en hel del subjektivitet och mjuka antaganden. En relativvärdering blir mer hands-on då det mer handlar om att jämföra konkreta nyckeltal. Det anmärkningsvärda för oss med det här är vår studie samtidigt visar att analytikerna till stor del förlitar sig på mjuka antaganden när det är goodwill posten som skall utvärderas.

Peter pratar om att bolag kan hamna i olika ”stabilitetsgrupper” beroende på hur väl de klarar av att reda ut en hög goodwill i turbulenta tider. Peter exemplifierar sitt resonemang med vad som inträffade i KnowIt under den turbulenta tiden vid finanskrisens utbrott. Analytiker kåren i det här fallet räknade med att KnowIt skulle behöva stärka upp balansräkningen genom en nyemission. Senare visade det sig att detta inte behövdes och därmed menar Peter att bolaget har klarat av att bevisa att de kan hantera en hög goodwillpost på balansräkningen. KnowIt kvalificerar sig därmed till en högre stabilitetsgrupp.

Ledningen i ett bolag och även ägare enligt *Analytiker 2* har en stark påverkan på hur man bedömer goodwill. *Analytiker 3* diskuterar även kring detta till viss del. Vad han framför är att nedskrivningar kan få till följd att ledningen tillskrivs en högre risk och att man därmed värderar ner bolagets aktie. Detta borde föreligga som att det även gäller omvänt, att ledningen i ett bolag tillskrivs lägre risk om hanteringen av goodwill anses vara positiv. David anser att det viktigaste att fokusera på är bolagets intjäningsförmåga men medger samtidigt att bolagets ledning har viss betydelse vid goodwill beaktningen. *Analytiker 1* säger att förvärvshistoriken är det mest intressanta att utvärdera och den grupp som har starkast påverkan på hur tidigare förvärv har fallit ut är självklart ledningen.

Den grupp som våra analytiker representerar antydde initialt att de försöker bygga sina värderingar på väldigt solida antaganden men det visar sig ovan att detta inte är fallet i alla lägen. Wines et al påstår att svårigheterna med värdering av goodwill kan relateras till subjektiviteten som omgärdar den.<sup>92</sup> Att analytiker baserar sin värdering

---

<sup>91</sup> Elliott and Shaw (1988)

<sup>92</sup> Wines, G, Dagwell, R & Windsor, C. (2007)

av goodwill beroende på track record från ledningen torde vara ett försök att kringgå alltför subjektiva bedömningar. Bolaget lägger således över ansvaret för goodwill på bolaget. Detta är något som David pratar om. Han anser att eventuella nedskrivningar behöver inte analytiker beakta, för det gör bolaget och deras revisorer.

Det vi anser vara väsentligt att poängtera att när det kommer till analytikers beaktning och värdering av bolag så har en förskjutning skett från vad deras uppfattning var under övrig värdering. Förskjutningen är att analytikerna i vår undersökning pratade väldigt lite om balansräkningen vid sin värderingsantaganden. Däremot verkar det som om att när det gäller värdering av goodwill så är huvudfokus på balansräkningen och vad den kan åsamka för konsekvenser relaterat till balansräkningen.

### 5.3.2 Föreligger det begränsningar vid värderingen av goodwill?

Det har framkommit att trots att goodwill inte utgör en post som analytikerna fokuserar allt för mycket tid åt så föreligger det ändå som om posten kan ha inverknings som alla tillfrågade verkar vara väldigt noga med att beakta. Flertalet av våra respondenter påpekade svårigheter kring värdering av goodwill. En svårighet som kan direkt relateras till problematiken att erhålla tillförlitlig information.

David anser att goodwill inte är värt att fokusera på för att siffror som man inte kan följa upp är inte intressant. Vad han syftar på är att förvärv integreras in i verksamheten och det blir således omöjligt för en analytiker att följa upp ett förvärv från ett år till ett annat. Davids åsikt är att i de fall då man endast kan betrakta posten utifrån mjuka variabler så är det ingen idé att bevaka. Att ett förvärv bildar ett eget affärsområde är ovanligt enligt Peter. Detta är både David och *Analytiker 2* överens med Peter om. Detta bidrar till att uppföljnings möjligheter minskar när förvärv integreras in i redan befintlig verksamhet. *Analytiker 3* anser att information från bolag angående ett förvärvs utveckling är skral och han är på grund av detta överens med David om att det inte lönar sig att ägna allt för stor fokus åt posten.

Vår studie stämmer överens med det Hayn and Hughes skriver.<sup>93</sup> Författarna framhåller just det faktum att i och med att förvärvet inte särskiljs i de finansiella rapporterna så uppstår det svårigheter att göra en korrekt värdering. Vidare beskriver de att det inte heller förekommer information kring hur förvärvet utvecklas i rapporterna. Att informationen i rapporterna är bristfälliga är även något som Grant & Thorntons rapport tar upp.<sup>94</sup>

Informationssuget är stort från analytiker i samband med förvärv menar Peter. Informationsutbytet mellan bolagen och analytiker är tät under den första tiden från förvärvet anser både Peter och *Analytiker 3*. Under den första tiden försöker analytiker minska informationsasymmetrin till bolagen och analytiker brukar enligt Peter utkräva att bolaget uttalar sig om marginal påverkan. Det som oftast efterfrågas menar Peter är att bolagen uttalar sig om ett koncernmarginal mål. *Analytiker 3* anser att dialogen med bolag om förvärvet avtar i samma takt som bolaget integreras i den ordinarie verksamheten. Analytikern är av uppfattningen att den täta initiala

---

<sup>93</sup> Hayn and Hughes (2006)

<sup>94</sup> Björn Gauffin och Anders Thörnsten, (2010)

kommunikationen som bolag för med marknaden beror på att de försöker motivera köpet och köpeskillingen.

Men den största problematiken som både David, Peter och *Analytiker 3* framhåller är att kommunikation om uppföljningen av förvärv är undermålig. David anser att transparensen från bolagens sida generellt är dålig när det kommer till goodwill. Han tycker vidare att det finns mikroskopisk information kring goodwill posten. Peter påstår att den del av analytikers analyser som är sämst utvecklat är den del som handlar om att utvärdera bolagens kunskap inom förvärvsområdet. Peter är överens med David och anser att anledningen för analytikers brister inom förvärvsområdet beror på den informationslucka som existerar.

Det krävs enligt Peter att informationen kring förvärv blir mer explicit. Analytiker måste beredas möjligheten att följa upp förvärv likaväl som de kan följa upp marginaler.

## 6 Slutsats

Ledningen i bolag verkar ha en stark påverkan på hur analytiker uppfattar och bedömer goodwill posten. Det som har framkommit är att ett bolag får jobba på att bevisa att man är förtjänt av ett gott rykte och därmed erhålla ett högt förtroende. Att ett bolag klarar av att bemästra och försvara en hög goodwill på balansräkningen belönas av analytiker kåren men det existerar samtidigt en tidsdifferens. Analytiker gör sina bedömningar grundat på liten till näst intill obefintlig information, vilket får stora konsekvenser på aktiekursen. Detta kan justeras i det fall som vi ovan beskriver då bolagen klarar att reda ut situationen. Denna tidsskillnad åstadkommer likt fallet med KnowIt att bolagen bestraffas när de inte är förtjänta av det. KnowIt hade aldrig tidigare ställts inför uppgiften att försvara en hög goodwill post, en hög skuldsättning och därmed risken för nyemission. Analytikerna hade ingen historik att luta sig emot som bevisade att ledningen var kompetent nog att reda ut en sådan här allvarlig situation, aktien föll. Det visade sig senare att KnowIt klarade att bemästra situationen men då hade redan väldigt många miljoner gått förlorat i börsvärde.

Vad ovan resonemang vittnar om och vad vår studie även visar så föreligger det en informationsasymmetri mellan bolagen och analytiker när det kommer till goodwill. Analytiker påstår att goodwill är en mindre post i helheten och att lite fokus ägnas åt posten. Vår studie visar delvis att detta har att göra med att det finns för lite information kring goodwill och att det därmed försvårar processen att göra bättre utvärderingar av den. Det borde även vara angeläget för bolagen och hela aktiemarknaden som helhet om informationsluckan kring goodwill krympte då det har visat sig att nedskrivningar och oroligheter kring goodwill de facto påverkar aktiekursen. Vi anser att det inte räcker med att analytiker förstår informationen kring goodwill utan att bolagets och analytikens faktiska uppfattning kring goodwill bättre allieras.

Då det har visat sig att goodwill kan få stora konsekvenser så torde det vara angeläget för alla intressenter på aktiemarknaden att det fördes en bättre och mer transparent dialog kring goodwillposten.

### 6.1 Förslag till vidare forskning

Den informationslucka som vi har identifierat, hade varit intressant att ytterligare utreda. Då bolag påstår att lite fokus ägnas åt goodwillposten, tror vi är relaterat just till den skrala information som ges. Vi anser att det borde vara intressant att utreda informationsgivningen av goodwill både ur ett marknadsperspektiv men även ur ett legalt perspektiv. Intressanta frågeställningar för oss efter den här studien är; Vad kan lagstiftare på området göra för att minska informationsasymmetrin rörande goodwill? Med anledning av att vissa branscher drivs starkt av förvärv skulle man då kunna utkräva, att där goodwill utgör en betydande del av balansräkningen, att en tydligare information ges?

## 7 Källförteckning

### 7.1 Tryckta källor

Abdel-khalik, R. A. (1972) *The efficient market hypothesis and accounting data – A point of view.*

Ax, Johansson, Kullven (2009) *Den nya ekonomistyrningen*  
Liber

Andersen, I (1998), *Den uppenbara verkligheten: Val av samhällsvetenskaplig metod*,  
Lund: Studentlitteratur

Antill & Lee, (2005) *Investment Implications of IFRS Accountancy Ireland*

Backman, J (1998) *Rapporter och uppsatser*,  
Lund: Studentlitteratur

Björn Gauffin och Anders Thörnsten (8/9 2010) *Goodwillnedskrivningar en svårbedömd historia*  
Balans

Bartov, E., Lindahl, F. W., Ricks, W. E. (1998), *Stock Price Behavior Around Announcements of Write-offs*,  
Review of Accounting Studies, vol. 3, no. 4

Copeland, T. E. Weston, J. F. Shastri, K. (2005) *Financial theory and corporate policy.*  
USA: Pearson Addison Wesley

Carlin, T., Finch, N., & Watson, J. (2010) *Empirical Evidence on the Application of CGUs in the Context of Goodwill Impairment Testing.*

Deloitte (2006) *Rörelseförvärv enligt IFRS 3 Hur gick det med identifieringen av immateriella tillgångar?*  
Deloitte Agenda

Esaiasson P, Gilljam M, Oscarsson H, Wängnerud L. (2002) *Metodpraktikanten, Konsten att studera samhälle, individ och marknad*  
Nordsteds

Elliot John W and Shaw Wayne H (1988) *Write-Offs as Accounting Procedures to Manage Perceptions*  
Journal of Accounting Research Vol. 26  
USA

Frankforth-Nachmias, C. & Nachmias, D. (1996) *Research methods in social sciences.*  
London : Edward Arnold



Farakademin(2010) *Fars Samlingsvolym Redovisning*  
Stockholm

Farakademin (2010) *IFRS volymen*  
Stockholm

Hamberg, M, Novak J, Paananen M (2010) *The Adoption of IFRS 3: The Effects of Managerial Discretion and Stock Market Reactions*  
European Accounting Review

Holme I och Solvang B (1997) *Forskningsmetodik – om kvalitativa och kvantitativa metoder Andra Upplagan.*  
Lund: Studentlitteratur

Hirschey, M., and V.J. Richardson. (2002), *Informational Content of Accounting Goodwill Numbers.*  
Journal of Accounting and Public Policy, vol. 21, no. 3

Hayn and Hughes (2006), *Literature on goodwill impairment prediction models*

Johansson, G. (1992) *Företaget utifrån och inifrån – värderingsmässiga aspekter.*  
Lund: Studentlitteratur

Lindenberg Eric, Ross Michael P, (1999) *Journal of Applied Corporate Finance Vol 12 No 2*

Jonathan Berk, Peter Demarzo, Pearson (2010) *Corporate Finance*

Marton J, Lumsden M, Pettersson AK, Rimmel G, Lundqvist P (2010) *IFRS i teori och praktik andra upplagen.*  
Bonnier

Novak, J (2008) *On the importance of Accounting Information for Stock Market Efficiency*  
Doctorial thesis  
Uppsala Universitet

Nordström, U., and Suarez, M. (2007), *Redovisningsinformationens användbarhet – redovisning av goodwill enligt IFRS*  
Handelshögskolan Stockholm

O Duangploy, M Shelton and K Omer (2005), *The Value Relevance of Goodwill Impairment Loss*

Ross Jennings, Marc LeClere, and Robert B. Thompson (2001), *Goodwil Amortization and the Usefulness of Earnings*

Schipper K (1991) *Commentary on Analytics Forecasts*  
Accounting Horizons

Seetherman, A, Sreenivasan, J, Sudha R, Yee T.Y (2006) *Managing impairment of goodwill*  
Multimedia University Malaysia

Smith D, (2006) *Redovisningens språk*  
Studentlitteratur

Thorell P (2004) *Den nya koncernredovisningen*  
Malmö: Lieber

Wines, G, Dagwell, R & Windsor, C. (2007). *Implications of the IFRS goodwill accounting treatment.*

## **7.2 Elektroniska källor**

*Artikel 1* Ian Hammar (2010-01-25) *Sågar Getinge och SEB*  
Inhämtad: 2011-11-30  
[http://www.realtid.se/ArticlePages/201001/22/20100122141329\\_Realtid775/20100122141329\\_Realtid775.dbp.asp](http://www.realtid.se/ArticlePages/201001/22/20100122141329_Realtid775/20100122141329_Realtid775.dbp.asp)

*Artikel 2* Gabriel Isskander (2010-11-16) *Goodwill nästa års börsrytare*  
Inhämtad: 2011-12-04  
[https://www.avanza.se/aza/press/press\\_article.jsp?article=177204](https://www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=177204)

*Artikel 3* Nyhetsbyrån direkt (2012-01-04) *Miljardsmäll i MTG*  
Inhämtad: 2012-01-04  
[https://www.avanza.se/aza/press/press\\_article.jsp?article=216246](https://www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=216246)

*Artikel 4*, Björn Gustavsson (2009-03-05) *Hälften av värdet på förvärvade företag utgörs av goodwill – risken för nedskrivningar ökar på en svag marknad*  
Inhämtad: 2011-10-15  
<http://www.ey.com/SE/sv/Newsroom/News-releases/Pressmeddelande-090305>

[www.ifrs.org](http://www.ifrs.org) (2011-12-05)

## **7.3 Intervjuer**

Peter Malmqvist (2011-10-28)  
Intervjun genomfördes över telefon

David Jacobsson (2011-11-05)  
Intervjun genomfördes över telefon

Analytiker 1 (2011-11-15)  
Intervjun genomfördes på respondentens kontor i Göteborg

Analytiker 2 (2011-11-17)

Intervjun genomfördes på respondentens kontor i Stockholm

Analytiker 3 (2011-12-10)

Intervjun genomfördes över telefon

## 8 Bilagor

### 8.1 Intervjufrågor

1. Vilken metod/modell använder du vid värdering av ett bolag?
2. Om DCF används, hur lång prognosperiod använder ni?
3. Vilka faktorer påverkar utfallet i modellen?( WACC, kapitalbindning, investeringar, tillväxt etc)
4. Baserat på föregående fråga, hur bygger du upp dina antaganden kring de påverkbara faktorerna? Finns det någon bransch kutym? (e.g evig tillväxt= 2%, riksbankens inflationsmål, etc)
5. Hur påminner dina antaganden med de som dina branschkollegor gör? Överensstämmer dina antaganden om framtida investeringar med de som dina branschkollegor gör?
6. Hur stor inverkan har tidsfaktorn på likheten i antaganden? Konvergera konsensusantaganden ju längre fram i tiden man kommer?
7. Hur beaktas investeringar och avskrivningar vid värdering?
8. Vilket fokus ägnas åt Goodwill vid värdering?
9. Vilken dialog förs med bolaget kring Goodwill och de framtida synergierna från förvärv?
10. Vilken höjd el marginal tar ni för nedskrivning av Goodwill?
11. Hur hanteras antaganden om nedskrivningar av Goodwill?
12. Inom vilka branscher anser du att GW är mest nödvändig att bevaka?
13. Hur väl kommunicerar bolag sina metoder/modeller för bedömning av Goodwill och eventuell nedskrivning?
14. Har historiska bra/dåliga förvärv någon påverkan på hur ni uppskattar GW i bolaget?
15. Management i bolaget, hur påverkar de er bedömning?
16. Påverkar olika revisionsbyråer er bedömning? (KPMG vs PWC?)
17. Hur mycket på djupet går ni på varje enskilt innehav hos ett bolag om det är ett bolag som är starkt förvärvsdrivet?
18. Vilken ytterligare information skulle ni vilja få av bolaget för att ligga närmare i linje med bolagets egna bedömningar kring GW?

## 8.2 Urval analytiker

<b>Bolag</b>	<b>Totala Tillgångar 2010</b>	<b>Total GW 2010</b>	<b>GW/Tillgångar</b>
Addnode	713 477	543 160	76,13%
Anoto	479 790	298 674	62,25%
Cybercom	1 512 659	923 755	61,07%
HMS Networks	392 419	236 071	60,16%
FormPipe	185 960	110 042	59,18%
KnowIt	1 514 816	860 594	56,81%
Hexagon	44 887	22 121	49,28%
Sigma	865 382	408 670	47,22%
Orc Group	2 296 134	1 055 003	45,95%
Acando	1 100 481	469 236	42,64%
Prevas	290 024	111 106	38,31%
HiQ	891 254	330 656	37,10%
Pricer	642 005	227 173	35,38%
MSC Konsult	31 666	10 840	34,23%
Tieto	1240,6	423	34,09%
Softronic	332 214	107 867	32,47%
Vitec Software			
Group	293 308	89 490	30,51%
Enea	660 754	174 638	26,43%
Lagercrantz	1 284 000 000	320 000 000	24,92%
MultiQ	82 402	19 503	23,67%
Aspiro	288 266	57 148	19,82%
Novotek	155 097	27 678	17,85%
I.A.R Systems	744 200	132 100	17,75%
StjärnaFyrkant AB	100 830	17 641	17,50%
Connecta	336 018	56 290	16,75%
PSI Group	548 333	88 961	16,22%
Jeeves	60 512	9 614	15,89%
Industrial &			
Financial	2 516	302	12,00%
Elektronikgruppen	412 070	49 018	11,90%
Precise Biometrics	48 091	5 610	11,67%
Readsoft	609 910	66 236	10,86%
Note	693 532	72 681	10,48%
Ericsson	281 815	27 151	9,63%
Proact IT	870 971	75 122	8,63%
Net Insight	159 239	4 354	2,73%
Avega	105	1	0,57%
Trade Doubler	764 075	3 785	0,50%
eWork	572 798	2 245	0,39%
Sensys Traffic	171 981 758	369 582	0,21%
Axis	1 279	0	0,00%
Net Entertainment	306 869	0	0,00%

Fingerprint	86 371	0	0,00%
Image Systems	45	0	0,00%
Micronic Mydata	1 713 797	0	0,00%
PartnerTech	1 280	0	0,00%